نموذج ترخيص

أنا الطالب : صهيب عايد خلف القحطاني أمنح الجامعة الأردنية و/ أو من تفوضه ترخيصاً غير حصري دون مقابل بنشر و / أو استعمال و / أو استغلال و / أو ترجمة و / أو تصوير و / أو إعادة إنتاج بأي طريقة كانت سواء ورقية و / أو إلكترونية أو غير ذلك رسالة الماجستير / الدكتوراه المقدمة من قبلي وعنوانها.

تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الاسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المالية المساهمة العامة الأردنية

وذلك لغايات البحث العلمي و / أو التبادل مع المؤسسات التعليمية والجامعات و / أو لأي غاية أخرى تراها الجامعة الأردنية مناسبة، وأمنح الجامعة الحق بالترخيص للغير بجميع أو بعض ما رخصته لها.

اسم الطالب: صهيب عايد القحطاني

التوقيع:

التاريخ: ١٠/١٢/٢٠١٥

تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المالية المساهمة العامة الأردنية

إعداد

صهيب عايض القحطاني

المشرف

الأستاذ الدكتور عبد الناصر نور

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في

إدارة الاعمال / المحاسبة

كلية الدراسات العليا

الجامعة الأردنية

تشرين الثاني، 2015

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة بعنوان " تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المالية المساهمة العامة الأردنية" أجيزت بتاريخ 2015/11/17 م

أعضاء لجنة المناقشة	التوقيع
الأستاذ الدكتور عبد الناصر نور (مشرفا ورئيسا) أستاذ دكتور / محاسبة	....
الأستاذ الدكتور محمد أبو نصار (عضوا) أستاذ دكتور / محاسبة	....
الدكتور بشير خميس (عضوا) أستاذ مشارك / محاسبة	....
الأستاذ الدكتور وليد زكريا صيام (عضوا) أستاذ دكتور / محاسبة	....

الجامعة الهاشمية

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى الذي منحني كل ما يملك وسر نجاحي ونور دربي

والدي.....

الى نبع المحبة والحنان والوفاء وأغلى ما أملك

والدتي الحبيبة.....

الى من هم عزوتي وسندي في الحياة

إخواني وأخواتي....

الى من هم أغلى ما أملك

زوجتي وابنتي.....

الى من كانوا لي أوفياء

أصدقائي جميعا.....

الى من ساهم في انجاز هذا العمل المتواضع....

الباحث

شكر وتقدير

بداية أشكر الله عز وجل وأحمده ، على منحي القوة والإرادة والعزيمة على إتمام هذا العمل، فهو المنعم والمتفضل قبل كل شيء.....

وأتقدم بجزيل الشكر والثناء للأستاذ الدكتور عبد الناصر نور على اشرافه على هذه الرسالة وعلى حسن تعاونه، إذ أمدني بما احتجت إليه من نصائح وعلى ما بذله من جهد ووقت في المعاونة الصادقة، وما قدمه من إرشاد ونصح فله مني كل التقدير والاحترام ....

وأتقدم أيضاً بالشكر للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة.

وأتقدم بالشكر إلى كل من أسهم في إتمام هذه الرسالة ....

الباحث

فهرس المحتويات	
الموضوع	الصفحة

قائمة الجداول		
الرقم	عنوان الجدول	الصفحة

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المالية المساهمة العامة الأردنية

إعداد

صهيب عايض القحطاني

المشرف

الأستاذ الدكتور عبد الناصر نور

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر آليات الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم في الشركات المالية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي للفترة من 2009 إلى 2013. تتمثل آليات الحاكمية المؤسسية بكل من حجم مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء المستقلين، الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة وبين ادارة الشركة، كبار المساهمين.

ولإنجاز أهداف الدراسة قام الباحث بإجراء اختبار الإحصاء الوصفي وتحليل الإرتباط وتحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر آليات الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الأسهم للشركات المالية عينة الدراسة والتي بلغ عددها (67). أظهرت نتائج الدراسة أن أغلب آليات الحاكمية المؤسسية ترتبط ارتباط عكسي مع تكلفة سيولة سوق الأسهم للشركات المالية الأردنية المساهمة العامة. وبناء على نتائج الدراسة تم اقتراح عدة توصيات أهمها دراسة العدد الأمثل لعدد أعضاء مجلس الإدارة بما يتناسب مع ممارسة واستراتجية الشركة المرتبطة بعنصر السيولة ودراسة نسبة الملكية لدى كبار المساهمين وأثرها على السيولة.

الفصل الاول

الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة

1.2 مشكلة الدراسة

1.3 أهمية الدراسة

1.4 أهداف الدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 المقــدمة

عرفت سيولة السوق المالي بالقدرة على تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة ومع تأثير ضئيل على السعر فضلا عن أن السيولة تعطي المستثمرين المرونة لبيع ممتلكاتهم عند الحاجة، وتحقق السيولة قيمة أكبر لأنشطة التداول في الأمد القصير من التداول في الأمد الطويل (IImanen, 2011:360).

توفر السيولة العديد من المزايا من بينها، السماح للبنك المركزي بالاستفادة من الأدوات النقدية غير المباشرة والمساهمة في تحقيق آلية للتحول النقدي، كذلك تتيح للمؤسسات المالية فرصة كبيرة في تمويل أصولها وتتيح أيضاً فرص استثمارية لمستثمرين الجدد (Bushman, 2004).

وكذلك ناقش الأكاديميون والمهنيون على حد سواء (الجهات التنظيمية أو المحللون الماليون) مسألة كيفية زيادة سيولة الأسهم (Bar-Yosef and Prencipe, 2013). وكذلك يرى في هذا الصدد Chung et al. (2010) أنه في ظل تطبيق الحاكمية المؤسسية بفاعلية فإنها ستؤثرعلى سيولة سوق الأسهم لأن الحاكمية المؤسسية الفعَالة تحسن من مستوى الشفافية المالية والتشغيلية لدى الشركة، وبذلك فإنها ستقلل من تباين المعلومات بين المطلعين (على سبيل المثال، الادارة وكبار المساهمين)، وكذلك بين المستثمرين الخارجيين. عليه في ضوء ما سبق سوف تبحث هذه الدراسة فيما اذا كانت آليات الحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة العامة المالية الأردنية تؤثر بشكل ايجابي على سيولة سوق الاسهم.

1.2. مشكلـــــــة الدراســة

تتخذ الأسواق المالية موقعا مهما في واقع النشاط الإقتصادي لشركات الأعمال والمستثمرين المحليين والأجانب وأصحاب المصالح، ولا شك أن هناك العديد من العوامل التي تحكم نشاط السوق المالي ومن تلك المؤشرات سيولة السوق. وفي ظل وجود حاكمية مؤسسية غير مطبقة بفاعليه، ستعكس أثر سلبي على سيولة سوق الأسهم. وفي ضوء ذلك سيؤدي بعدم قدرتها في الحد من تباين المعلومات التي قد تؤدي الى التأثير على أسعار الأسهم بشكل صحيح، والتي من خلالها قد تضعف الثقة لدى المستثمرين في الاستثمار في تلك الشركة، ومن ثم سيؤدي ذلك إلى ضعف في السيولة لتلك الشركة، لان الإدارة قد تكون في مستوى اقل من الشفافية.

بناء لما تقدم عليه يمكن تمثيل العناصر الرئيسة للمشكلة بالبحث عن اجابة التساؤلات التالية:

1- هل يوجد أثر ذو دلالة احصائية لحجم مجلس الإدارة على سيولة سوق الأسهم؟
2- هل يوجد أثر ذو دلالة احصائية لإعضاء مجلس الإدارة المستقلين على سيولة سوق الأسهم.
3- هل يوجد أثر ذو دلالة احصائية للفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة على سيولة سوق الأسهم؟
4- هل يوجد أثر ذو دلالة احصائية لعدد كبار المساهمين على سيولة سوق الأسهم؟

1.3 أهميـــة الدراســـة

تنبثق أهمية البحث من أهمية السيولة والحاكمية المؤسسية لدى الأسواق المالية من جانب اهتمام الباحثين والمحللين الماليين والمستثمرين، إذ أن سيولة السوق المالي تضمن استمرارية نشاط الشركات والتي بدورها تزيد من فرص النمو لهذه الشركات، وبالتالي تنبع أهمية هذه الدراسة من خلال تقديمها دليلا اضافيا لأثر آليات الحاكمية المؤسسية على سيولة الشركات المالية المدرجة في سوق عمان المالي.

1.4 أهــداف الدراســـة

تهدف هذه الدراسة الى معرفة أثر اليات الحاكمية المؤسسية متمثلة في خصائص مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء المستقلين، الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة) وكذلك عدد كبار المساهمين على السيولة في جميع الشركات المالية المدرجة بسوق عمان.المالي ويمكن تلخيص أهداف هذه الدراسة من خلال التعرف على:

1- أثر عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات المساهمة المالية الأردنية على سيولة سوق الأسهم.

2- أثر نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة في الشركات المساهمة المالية الأردنية على سيولة سوق الأسهم.

3- أثر الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة في الشركات المساهمة المالية الأردنية على سيولة سوق الأسهم.

4- أثر كبار المساهمين في الشركات الأردنية المساهمة المالية على سيولة سوق الأسهم.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

2.1 المقدمة

2.2 نظرية الوكالة

2.3 الحاكمية الشركات

2.3.1 مبادئ الحاكمية المؤسسية

2.4 مجالس الإدارة.

2.4.1 استقلالية المجلس.

2.4.2 الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة.

2.4.3 حجم المجلس.

2.4.4كبار المساهمين.

2.4.5 العلاقة النظرية بين اليات الحاكمية المؤسسية وسيولة سوق الأسهم

2.5 سيولة الأسواق المالية.

2.5.1 مفهوم سيولة الأسواق المالية.

2.5.2 أبعاد السيولة.

2.5.3 مستويات السيولة.

2.5.4 مقاييس السيولة.

2.5.5 خصائص السيولة السوقية.

2.6 الدراسات السابقة.

2.7 ما يميز هذه الدراسة.

الفصل الثاني
الإطار النظري والدراسات السابقة

2.1 المقـدمة

ازداد الإهتمام بالحاكمية المؤسسية بعد ظهور الأزمات والإنهيارات المالية التي حدثت في مختلف أنحاء العالم، وقد تعاظم الإهتمام بالحاكمية المؤسسية بعد ظهور الإستثمارات الضخمة التي تتطلب الفصل ما بين مدراء هذه الشركات وما بين المستثمرين أصحاب المصالح، ومن هنا برز دور الحاكمية المؤسسية في تنظيم العلاقات ما بين الأفراد وتوزيع الحقوق والواجبات بين مختلف الأطراف في الشركة (Maher and Andersson, 2000).

2.2 نظرية الوكالة

تعود نظرية الوكالة الى اقتناع مدراء الشركات أساساً بأنانية النظرة المادية عن طريق تحقيق مكاسب خاصة بهم بحيث يعملون على استثمار المصالح الشخصية الخاصة بهم بدلاً من النظر الى مصالح المساهمين، وبالتالي فإن نظرية الوكالة تعتمد على العلاقة بين المالكين والمديرين، ووفقاً لذلك، فإن الفصل القائم بين الملكية والإدارة في الشركات الحديثة يؤدي إلى خلق نظرية الوكالة، لذلك فان نظرية الوكالة تبدأ عندما تتعارض أهداف ومصالح وتوجهات أصحاب الشركات والمساهمين فيها مع المدراء (Eisenhardt, 1989).

ومن أجل الحد من تكاليف الوكالة افترض Fama and Jensen (1983) أن الشركات يجب أن يكون لها نظاماً قادراً على الفصل بين قرارات الإدارة عن قرارات مجلس الإدارة. وقد أشار الباحثون إلى أن آليات الحاكمية المؤسسية للشركات تساعد على الحد من هذا الاستغلال بطريقة إدارية (Fama, 1980; Fama and Jensen; 1983; Williamson, 1988 and Shilefer and Vishny, 1988). أيضاً، وهذا ما يتفق مع دراسة McKnight

(and Weir, 2009) التي وجدت أن تكلفة الوكالة انخفضت مع وجود آليات الحاكمية لدى الشركات ومدى انتشارها. وعلاوة على ذلك، فإن نظرية الوكالة تلازم الحكم في الشركات على العومل الداخلية والخارجية الأساسية " Weir et) .al., 2002; Roberts et al., 2005) بالإضافة إلى ذلك، يتم إنشاء آليات الحاكمية من أجل ضمان المديرين ومواءمة الملكية، وخفض تكلفة الوكالة (Davis et al., 1997).

إن الهدف الرئيسي للحاكمية المؤسسية ليس لتعزيز أداء الشركة مباشرة فقط، ولكن أيضا للحد من مشكلة الوكالة من خلال مراقبة ورصد سلوك المديرين (Demsetz and Lehn, 1985). وقد أشار Davis et al, (1997)، و(Fama, (1980) and Fama and Jensen (1983 إلى ان لجان التدقيق والترشيحات ولجنة المكافآت في الشركات تساهم أيضا في الحد من مشكلة الوكالة. في حين تكون نظرة المدقق الخارجي أيضا واحدة من المتطلبات الرئيسية لعملية الرصد والسيطرة. كما هو واقع الأمر، فإن الحاكمية المؤسسية للشركات تسمح للمساهمين بأن يكونوا قادرين على رصد ومراقبة السلوك الإداري من خلال هذه الآليات مثل؛ مجالس الإدارة، لجان المراجعة، والمراجعين الخارجيين(Anderson et al., 1994) .

2.4 الحاكمية المؤسسية

أشارت دراسة (Christine, (2006 على ان الحاكمية المؤسسية جاءت ردا على تعاظم سطوة الادارات التنفيذية في الشركات المساهمة العامة في سعيها لتغليب مصالحها الخاصة على حساب مصالح الملاك ، والاطراف الاخرى ذات العلاقة أمثال : المستثمرين، والمقرضين ، والموظفين ، والموردين، والعملاء والمجتمع عامة، فالحاكمية المؤسسية تعتبر الآلية التي بموجبها يتم تحفيز جميع الافراد العاملين في الشركة وأيا كانت مواقعهم فيها لجعل سلوكياتهم وممارساتهم الفعلية تتناغم مع استراتيجية ورؤيا الشركة الهادفة الى تعظيم قيمتها المضافة ومن ثم تحقيق مبدأ العدالة والتوازن بين مصالح الادارة التنفيذية من جهه ، ومصالح الاطراف الأخرى بما فيها الملاك من جهة اخرى . وتجدر الاشارة الى انة لم يتم الاتفاق على استخدام مرادف محدد باللغة العربية لمصطلح Corporate

Governance ، فقد أشارت دراسة مطر ونور (2007) أنه يوجد لهذا المصطلح عدة مرادفات مثل حوكمة الشركات، والإدارة الرشيدة والإدارة الحكيمة والإجراءات الحاكمة، في حين يؤيد مجمع اللغة العربية في الاردن استخدام الحاكمية المؤسسية وبناءاً عليه سوف يتم استخدام مصطلح الحاكمية المؤسسية في هذه الدراسة.

وقد عرف علي (2004)، بأنها مجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين إدارة الشركات ومساهميها وأصحاب المصالح فيها، وذلك من خلال إيجاد الإجراءات والهياكل التي تستخدم لإدارة شؤون الشركة، وتوجيه أعمالها من أجل ضمان تعزيز الأداء والإفصاح والشفافية والمساءلة بالشركة وتعظيم الفائدة للمساهمين على المدى الطويل، مع مراعاة مصالح الأطراف المختلفة. كما وعرفها لطفي (2010)، بأنها نظام للتوجيه والتحكم والرقابة على نشاط الشركات المساهمة، مبني على تنظيم عملية اتخاذ القرار في هذه الشركات، وتوزيع الصلاحيات والمسؤوليات فيما بين الأطراف الرئيسة في الشركة، وذلك لخدمة مصالح المساهمين بشكلٍ عام. وعرفها طالب والمشهداني (2011)، على أنها إستراتيجية تتبناها الشركة في سعيها لتحقيق أهدافها الرئيسية وذلك ضمن منظور أخلاقي ينبع من داخلها باعتبارها شخصية معنوية مستقلة من الأنظمة واللوائح الداخلية والهيكل الإداري ما يكفل لها تحقيق تلك الأهداف بقدرتها الذاتية بعيداً عن تسلط أي فرد فيها وذلك بالقدر الذي لا يتضارب ومصالح الآخرين ذوي العلاقة.

تتمثل الحاكمية المؤسسية خوري (2006)، في مجموعة العلاقات التي تجمع بين الادارة التنفيذية للشركة ومجلس اداراتها من جهة، ومساهميها Stockholders واصحاب المصالح الأخرين Stakeholders من جهة اخرى. اذ تعتبر الآلية التي يتم من خلالها تحديد استراتيجية الشركة وأهدافها ومن ثم الوسائل المناسبة لتحقيق هذه الأهداف. وبناء عليه تلقى الحاكميه المؤسسية Corporate Governance اهتماماً متزايداً في شتى أقطار العالم المتقدمة منها والناشئة على حد سواء. ذلك نظراً لدورها الحاسم في تجنيب الشركات مخاطر التعثر والفشل المالي والإداري، فضلاً عن دورها في تعظيم القيمة السوقية للشركة بما يضمن لها عنصر النمو والاستمرارية (Reed, 2002). وتوفر الحاكميه المؤسسية معايير الأداء الكفيلة بالكشف عن حالات التلاعب والفساد وسوء الاداره وبقدر يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في أسواق المال والعمل على استقرار تلك الأسواق، كما تلعب دورا هاماً في إنجاح تطبيق

برامج الخصخصة وتجنيب الشركات الانزلاق في مشاكل محاسبيه تؤدي إلى انهيارات فيها تقود إلى انهيارات لاحقة في الأجهزة المصرفية وأسواق المال (Winkler, 2004).

ومع أن الاهتمام بالحاكميه المؤسسية حسب (مركز المشروعات الدولية الخاص ،2003) قد بلغ الأوج عقب سلسلة الانهيارات المالية التي ألمت عام (2002) بالشركات الأمريكية العملاقة مثل : شركة Enron ، وشركة World Com وغيرهما، وكذلك أثر الأزمات المالية التي كانت قد شهدتها من قبل أسواق دول شرق آسيا وروسيا ودول أمريكيا اللاتينية ، إلا أن Williams (2002) ذكر بأن البعض مثل : (Berle&Mean, 1932) كانا قد قدما في كتاب لهما صدر عام 1932 أفكاراً أولية عن ألحاكميه المؤسسية لها صله بالمشاكل التي كانت قد ترتبت على فصل الملكية عن الاداره في الشركات المساهمة العامة خصوصاً ما يتعلق منها بمشكلة تضارب المصالح Conflict of Interests.

إن أول خطوة تنفيذيه لوضع مفاهيم الحاكميه المؤسسية موضع التنفيذ تمثلت بما قامت به بورصة لندن في المملكة المتحدة عام 1992 بتشكيل لجنة كاد برى Cadbury Committee التي ضمت ممثلين لمختلف القطاعات الاقتصادية في بريطانيا . إذ قدمت هذه اللجنة تسع عشرة توصيه على علاقة الحاكميه المؤسسية خصوصا بما يتعلق منها بتشكيل وصلاحيات ومسؤوليات مجلس إدارة الشركة ، وكذلك فيما يتعلق بالرقابة والإبلاغ المالي (Turnbull, 1997). أما العامل الأكثر حسماً في وضع الركائز الأساسية للحاكميه المؤسسية فهو الجهد المشترك لصندوق النقد الدولي IMF ، ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD والذي تمخض عام 1999 عن وضع مجموعة المبادئ التي تحكم نظام الحاكميه المؤسسية وهي المبادئ التي قصد منها مساعدة الدول الأعضاء وغير الأعضاء فيها على تطوير الأطر القانونية والمؤسسية لتطبيق هذا النظام على كل من الشركات العامة والشركات الخاصة على حد سواء.

ومن الإصدارات الخاصة بالحاكميه المؤسسية هو ما صدر عن هيئة الأوراق المالية في نيويورك إذ شكل هذا الإصدار مرجعيه شامله يحوى شروط ومتطلبات تطبيق الحاكميه المؤسسية. وقد كان هذا الإصدار ثمرة للتشريع

المسمى (Sarbanes& Oxley Act, 2002) ، والذي وضع نتيجة التحقيقات التي أعقبت انهيار الشركات الأمريكية العملاقة ، فقد أكد هذا التشريع على أهمية مراعاة الحاكميه المؤسسيه من حيث انتهاج آليات دوريه وسريعة لتوفير الإفصاح والشفافية في التقارير المالية ، بالاضافه إلى الإلزام بتشكيل لجان تدقيق داخليه من أعضاء مستقلين تكفل عنصر الاستقلالية لمدقق الحسابات الخارجي. حاولت العديد من المنظمات المهنية جاهدة نحو وضع مبادئ للحاكمية المؤسسية للشركات، ومن هذه المنظمات: معهد التمويل الدولي (IIF)، مركز الحوكمة التابعة لجامعة (Kennesaw)، مجلس إعداد التقارير المالية (FRC)، منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD). ورغم هذا التعدد إلا أن أكثر هذه المبادئ قبولاً واهتماماً هي المبادئ الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) عام 1999 والتي تم إعادة صياغتها عام 2004، والتي أعدت الأساس الذي يتم الاستناد إليه في العديد من دول العالم، نظراً لما تحتويه تلك المبادئ من مضمون عالمي ومرونة كبيرة في التطبيق في ظل الظروف البيئية المتباينة، وتغطي هذه المبادئ ستة مجالات أساسية تتمثل في : وجود إطار فعال للحاكمية المؤسسية، حماية حقوق المساهمين، المعاملة المتساوية والعادلة بين المساهمين، احترام حقوق أصحاب المصالح، الإفصاح والشفافية ومسؤوليات مجالس الإدارة .(OECD, 2004)

ولم تكن بيئة الأعمال هنا في الأردن هي الأخرى بمعزل عن الحاكميه المؤسسية، فعلى المستوى التشريعي مثلا سارعت جهات الرقابة والإشراف بتضمين اللوائح والأنظمة والتشريعات التي تحكم جميع جوانب النشاط الاقتصادي مثل : قانون الشركات ، وقانون البنوك ، وقانون السوق المالي ، وقانون مزاولة مهنة المحاسبة ، وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية وغيرها مجموعة من القواعد ذات الصلة بالحاكميه المؤسسية وكان من أبرز التشريعات التي وضعت في هذا المجال تضمين التعليمات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية شرطاً يوجب على كل شركة تدرج في السوق المالي أن تشكل فيها لجنة تدقيق.

وفي ضوء التطور الذي يشهده الاقتصاد الوطني الأردني على كافة الأصعدة وضمن إطار عمل هيئة الأوراق المالية لتطوير سوق رأس المال الوطني والأطر التشريعية والتنظيمية فيه، فقد تم إعداد دليل يحتوي على قواعد للحاكمية المؤسسية للشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي، تهدف إلى وضع إطار واضح ينظم العلاقات

والإدارة فيها، ويحدد الحقوق والواجبات والمسؤوليات بما يحقق أهداف الشركة وغاياتها ويحفظ حقوق الأطراف ذوي المصالح المرتبطة بها. وتستند هذه القواعد بشكل أساسي إلى عدد من التشريعات من أهمها قانون الأوراق المالية والتشريعات الصادرة بمقتضاه وقانون الشركات إضافة إلى المبادئ الدولية التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية Organization of Economic Cooperation and Development (OECD).

وإن الدليل المشار إليه واجب التطبيق اعتباراً من 2009/1/1 ويتضمن قواعد إلزامية حكماً وهي القواعد الآمرة والعامة التي استندت إلى نصوص قانونية ملزمة وردت في التشريعات النافذة، وأخرى قواعد إرشادية ينبغي الالتزام بها من قبل إدارات الشركات المدرجة في سوق عمان المالي. وفي حال عدم الالتزام بأي من هذه القواعد يتوجب توضيح الأسباب التي أدت إلى عدم الالتزام في التقرير السنوي (www.jsc.gov.jo).

إن الحاكمية المؤسسية تؤثر في الوحدة الاقتصادية التي تطبق بها من نواح عدة، مما ينعكس على مؤشرات الأداء فيها(Brown and Caylor, 2004، وWeir et al., 2002)، ويحسن من عملية اتخاذ القرارات (السرطاوي وحمدان، 2014. وأكد كل من Brown et al. (2006)، والجعيدي (2007)، و Gurbuz et al. (2010) على أن وجود بعض آليات الحاكمية المؤسسية كالمستثمرين المؤسسين والخصائص الجيدة لأعضاء مجلس الإدارة، ولجان التدقيق يترك أثرا ايجابيا على الأداء المالي والتشغيلي في الشركة، وعلى أداء الأسهم؛ بحيث تتأثر القيمة السوقية المضافة للشركة ومعدل العائد على استثماراتها، وهامش صافي الربح، والعائد التشغيلي على الأصول، ومعدل العائد على السهم العادي بدرجة متفاوتة وفقا لنوع القطاع الذي تنتمي له الشركة. أما Al-Shammari & Al-Sultan, (2010) فقد بين بأن الحاكمية المؤسسية المطبقة في الشركات الكويتية –عينة دراسته- لا تؤثر فقط بمؤشرات أداء الشركة بل تدفعها إلى التحسين في مجالات بهدف كسب ثقة مستخدمي تقاريرها المالية من خلال تزويدهم بالمعلومات الملائمة لاتخاذ القرارات وبشكل عادل؛ إذ إن الشركات التي تلتزم بتطبيق الحاكمية المؤسسية ستكون أكثر ميلا للإفصاح وبشكل طوعي، وبأن لبعض مبادئ الحاكمية المؤسسية كلجان التدقيق مثلا دورا أكثر وضوحا في هذا الاتجاه.

بالإضافة لما سبق فقد استنتج العديد من الباحثين في مجال الحاكمية المؤسسية مجموعة من العلاقات الدالة التي تربط ما بين الحاكمية المؤسسية ونسب التحليل المالي للشركة، فقد بين كل من (Tang and Wang, (2011، و Chung, et al. (2010) أن زيادة مستويات الحاكمية (1%) يسهم في زيادة نسبة مبيعات الشركة السنوية بنسبة (1.2%)، مما ينعكس على زيادة نسبة التدفقات النقدية للشركة من الأنشطة التشغيلية ويحسن من قدرتها على مواجهة أية متطلبات مالية مستقبلية طارئة. وكذلك فإن هذه الزيادة في المبيعات تعني وجود نمو حقيقي بالأرباح لا تكون الشركات معه بحاجة على ممارسة سياسات إدارة الأرباح فقد بين (Kang & Kim, (2011 بأن الشركات التي تتمتع بنظام حاكمية مؤسسية راسخ كانت أقل ميولا تجاه ممارسات إدارة الأرباح. وهذا يعتبر دليلا إضافيا على دور الحاكمية المؤسسية في تحسين أداء الشركة ككل، فالشركات التي أعاقت تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية لم تكن مستويات أدائها جيدة، ولم تكن توقعات المستثمرين تجاهها ملائمة بعكس الشركات التي احتفظت بمستويات جيدة من الحاكمية مما حقق لها مزيدا من التوجهات الاستثمارية، والمؤشرات المالية المرتفعة وذلك بحسب ما أشار إليه كل من (Mahmood & Abbas, 2011 ، و Chung et al., 2011).

2.4.1 مبادئ الحاكمية المؤسسية

أشارت دراسة (مطر ونور، 2007) أن هناك العديد من مبادئ الحاكمية المؤسسية منها (الحفاظ على حقوق المساهمين ومعاملتهم معامله عادلة ومتكافئة، الحفاظ على حقوق أصحاب المصالح ومعاملتهم معاملهم عادلة ومتكافئة، تحديد واضح لصلاحيات مسؤوليات مجالس الإدارة والإدارات التنفيذيه، التزام أعضاء مجالس الإدارة والمديرون التنفيذيون بقواعد السلوك المهني، توفير شروط ومتطلبات الشفافيه والإفصاح)، وبما يتعلق بالمبدأ الأول فإنه يجب على الشركة احترام حقوق المساهمين وذلك من خلال تقديم معلومات واضحه وكافية مع مراعاة تشجيعهم على حضور اجتماعات الهيئة العامة للمساهمين وعلى مشاركتهم في نقاش الموضوعات المالية وغير المالية التي يتضمنها تقرير مجلس الإدارة. وفيما يتعلق بالمبدأ الثاني فإنه يجب على الشركة الحفاظ على حقوق الأشخاص من غير حملة الأسهم

ممن لهم علاقة مع الشركة، أمثال: مقرضي الشركة، وموظفيها، وموورديها ودائرة ضريبة الدخل.... الخ. وذلك من خلال التواصل معهم لتقديم معلومات شفافة وواضحه تمكنهم من الوقوف على الوضع المالي للشركة. أما المبدأ الثالث فإنه يتضمن مراعاة عنصر التوازن في تشكيلة مجلس الإدارة وذلك على أن تكون الغالبية من أعضاء المجلس مستقليين لا تنفيذيين وذلك لأنه في حال سيطرة المديرين التنفيذيين على الأغلبية في مجلس الإدارة، فإن مجلس الإدارة سيحاول استغلال هذه السيطرة لتعظيم مصالحهم. ويتضمن المبدأ الرابع تطوير ميثاق للسلوك المهني يحكم ممارسات أعضاءمجلس الإدارة والمديرين التنفذيين فيها مع حثهم على مراعاة الأخلاقيات المهنية وذلك من أجل ضمان نجاح نظام الحاكمية المؤسسية في الشركة. ويتضمن المبدأ الخامس عنصر الإفصاح والشفافية والذي هو من أهم ركائز الحاكمية المؤسسية وذلك لأهميته القصوى في تمكين إدارة الشركة من تحقيق التوازن المستهدف بين مصالح جميع الفئات ذات العلاقة بأداء الشركة (إدارة الشركة وحملة الأسهم) ثم الأطراف الاخرى ذات المصلحة.

وبما يتعلق بآليات الحاكمية المؤسسية المستخدمة في هذه الدراسة سوف يتم ايجازها على النحو التالي:

2.5 مجالس الإدارة

واحدة من المسؤوليات الرئيسية لمجلس الإدارة هو ضمان إعداد القوائم المالية وفقاً للوائح ومعايير المحاسبة الدولية (Saleh et.al., 2005). في هذه الدراسة، سيتم استخدام كل من استقلالية المجلس، حجم مجلس الإدارة والفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة (CEO) كمقياس لمجلس الإدارة. لذلك فإننا سوف نركز في دراستنا على هذة الميزات على النحو التالي:

2.5.1 استقلالية المجلس

هي واحدة من اهم المرتكزات او الآليات الرئيسية في مجال الحاكمية المؤسسية (Hutchinson, et. al., 2008). حيث أنه يجب على مجلس الإدارة أن يشمل أعضاء مستقلين وهم المدراء الخارجيين والمدراء التنفيذيون

ومجلس الإدارة الذين لديهم سلطة لاتخاذ القرار المالي في الشركات (Saleh et al., 2005). ويمكن للمدراء المستقلين تحسين الأداء وتقليل صراع الوكالة لأنها تعتبر آلية مستقلة عن الادارة (Craven & Wallace, 2001).

2.5.2 الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة

يوصي دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي في الباب الثاني (مجلس إدارة الشركة المساهمة) فقرة رقم (5) لا يجوز الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي آخر في الشركة، حيث أشارت دراسة (Finkelstein and D'Aveni, 1994) أنه من الممكن للرئيس التنفيذي للشركة الحصول على إمكانية الوصول المباشر إلى التقارير المالية والتلاعب في البيانات المالية إذا كان لديه الكثير من الصلاحيات في الشركة وفقا لذلك، يجب الفصل بين مهام الرئيس والمدير التنفيذي في الشركة.

2.5.3 حجم المجلس

ويعتبر أيضا حجم المجلس كعامل حاسم في ملامح المجلس الذي قد يؤثر في الحد من تلاعبات او قصور في أداء الإدارة (Abdul Rahman and Ali, 2006). حيث بين دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي في الباب الثاني الفقرة (1) بأن يتولى إدارة الشركة مجلس ادارة لا يقل عدد أعضائه عن خمسة أشخاص ولا يزيد على ثلاثة عشر وفقا لما يحدده نظام الشركة من أجل الحفاظ على استقلاليتهم. اما Xie et al., (2003) فقد شرح مزايا وعيوب حجم مجلس الادارة (الكبيرة والصغيرة). أما بالنسبة لحجم مجلس الادارة الصغير قد يكون أكثر فعالية في تحقيق مهام وظائفه ويصبح أقل ارتباطا مع المشاكل البيروقراطية التي بدورها تجعل حجم صغر المجلس يرصد التقرير المالي بطريقة فعالة. في حين، قد يكون كبر حجم مجلس الادارة يتمتع بمجموعة واسعة من الخبرة.

2.5.4 كبار المساهمين

إن كبار المساهمين لهم دور هام في الحاكمية بسبب حصصهم الكبيرة التي تمنحهم القدرة في مراقبة أعمال الإدارة. وقد ازداد عدد كبار المساهمين في الشركات حول العالم، حيث يرى (Holderness, (2009 أن 96% من الشركات الأمريكية تحتوي على واحد على الأقل من كبار المساهمين (الذي يملك على الأقل 5% من الشركة).

إن كبار المساهمين لديهم حوافز أكبر لمواءمة الإدارة ومصالح المساهمين (Li and Simerly, 1998)، فقد وجدت الدراسات السابقة أن ملكية الأسهم من قبل كبار المساهمين تساعد على المراقبة والتخفيف من مشكلة الوكالة (Fleming et al., 2005; Fosberg, 2004). ويرجع ذلك إلى أن كبار المساهمين في الشركات لديهم الأحقية في المطالبة بالأرباح المتبقية بما يتناسب مع نسبة مليكتهم للأسهم في الشركة، وأيضاً يتحمل كبار المساهمين عبء التكلفة بما يتناسب مع ملكيتهم اذا تعرضت الشركة للخسارة أيضاً (Fama and Jensen, 1983). ومن هنا تأتي أهمية دور كبار المساهمين في مراقبة أعمال الإدارة، كما ولديهم السلطة أيضا في التأثير على سياسة الشركة ، لأنهم يتحملون الخسائر والأرباح في الشركة بما يتناسب مع نسبة ملكيتهم في الشركة (Haniffa and Hudaib, 2006).

إن وجود كبار المساهمين في الشركات يساعد في التخفيف من مشكلة تضارب المصالح على السياسات المالية التي تنشأ بين المدراء والمساهمين، ويرجع ذلك في حقيقة الأمر الى أن المدراء الداخليون عادة ما يترددون في استخدام الكمية الأمثل من الأصول في تمويل ديونهم ، اضافة الى رؤية كبار المساهمين بأن الكمية الأمثل من استخدام الأصول في تمويل الديون يمكن زيادة استخدامها وذلك لامتلاكهم النسبة الأكبر من أسهم الشركة، ويفضل المساهمون استخدام الكمية الأمثل من أصول الشركة في تمويل الديون وذلك من أجل تعظيم قيمة الشركة. ومن هنا تأتي أهمية دور كبار المساهمين في قدرتهم على استخدام دورهم الفعال في مراقبة أعمال الإدارة (Fosberg, 2004).

2.5.5 العلاقة النظرية بين اليات الحاكمية المؤسسية وسيولة سوق الأسهم

بعد عرض تعريفات الحاكمية المؤسسية للشركات والمزايا التي تتعلق بمتغيرات هذه الدراسة فإن الجزء التالي تظهر العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وسيولة سوق الاسهم على النحو التالي:

أثر خصائص مجالس الإدارة على السيولة

ذكرت دراسة Glosten and Milgrom, (1985) أن المعلومات المتباينة تؤدي إلى حدوث تداولات وهمية في أسواق الأوراق المالية التي لا تتمتع بالشفافية وبالتالي فإن فعالية مجلس الإدارة (أن يكون كبير الحجم ويتضمن الفصل بين وظائف الرقابة والإدارة)، تساهم في الحد من المشكلات الناجمة عن تباين المعلومات، كما يمكن أن تحد من تداول الأشخاص المطلعين وتؤدي إلى تحسين سيولة الأسهم. على سبيل المثال، إذا شك وكلاء غير مطلعين بوجود وكلاء آخرين مطلعين، فإنهم سوف يتداولون فقط عندما تكون مصالحهم محمية جيداً، أي أنهم سيطالبون بعمولات أكبر. ونتيجة لذلك، سوف تزداد تكاليف المعاملات وتنخفض سيولة الأسهم ، وقد بينت الدراسات السابقة (Cai et al., 2006; Kanagaretnam , 2007) أن سيولة الأسهم تنخفض مع زيادة النسبة المئوية للوكلاء المطلعين في السوق. كما وأشارت دراسة Bar-Yosef and Prencipe (2013) انه يجب التأكد من أن الإدارة تعمل لصالح المساهمين، وهذا يحد من إمكانية توجه المساهمين إلى نظرية الوكالة. وبعد ذلك سوف تعمل الإدارة على زيادة ثروات المساهمين إلى أقصى حد ممكن، كما أضافا أن الشركة ذات الحاكمية المؤسسية الأفضل يكون مستوى تباين المعلومات بها أقل. وفي دراسة أخرى، توصل Chung et al., (2010) إلى أن الشركات ذات الحاكمية المؤسسية الأفضل لديها جودة أفضل لمؤشرات السوق وتداولات أصغر لتأثير السعر وتداولات أقل مستندة إلى احتمالية المعلومات، كما توصل Levesque et al., (2010) إلى أن ارتفاع نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى انخفاض مستوى تباين معلومات الشركات في السوق.

تأثير كبار المساهمين على السيولة

تشير دراسة (Attig et al., 2006) أن نزاع الوكالة الرئيسي يوجد بين المديرين والمساهمين، ومن جهة أخرى، عندما يوجد مساهمون ذوو نسبة مساهمة مرتفعة ممن قد يطلعون على معلومات سرية، فإن النزاعات المحتملة تقع بين مالكي حصص الأغلبية والمستثمرين الآخرين، أي أن مشكلات الوكالة الأخرى قد تمثل المشكلة الأكبر أهمية ويمكن أن تؤدي إلى نشوء علاقات مختلفة كثيراً بين الخصائص الاقتصادية للشركة والسيولة في السوق مقارنة بالترتيبات الأكثر تقليدية حيث يكون نزاع الوكالة الرئيسي قائماً بين المديرين والمساهمين. على سبيل المثال، يمكن أن يؤدي ارتفاع نسب تركز الملكية إلى سهولة اطلاع المساهمين ذوي النفوذ على المعلومات الهامة مما يحفزهم لاستخدامها في التداول وجني الأرباح، وهذا سيؤثر حتماً على سيولة أسهم الشركة في السوق (Lev, 1988) .

إضافة الى ذلك دراسة (Brockman, et al. 2009) ، والتي بحثت عن أثر الملكية الكبيرة على نشاط التداول للشركة وسيولة السوق حيث تبين أن كبار المساهمين يلعبون دوراً حيوياً في مجالات تقييم الشركة واتخاذ قراراتها وسيولة سوق الأسهم. كما وذكرت دراسة (Sarin and Shastri 2000) في نظرية هيكلية الملكية وجود علاقة سلبية بين سيولة السوق وملكية الأشخاص المطلعين. وذكر (1985) Demsetz and Lehn و (Denis and Denis 1997) في دراستهم حول نسب الملكية أن الشركات التي تواجه بيئات غير مستقرة لديها ملكية أكبر للأشخاص المطلعين. وترى النظرية أيضا أن ارتفاع مستويات ملكية الأشخاص المطلعين يمكن أن يرتبط بارتفاع احتماليات تداول الأشخاص.

2.6 سيولة الأسواق المالية

في هذا الجزء سوف يتم مناقشة كل من مفهوم السيولة في الأسواق المالية وأبعاد السيولة ومستويات السيولة ومقاييس السيولة وأهم خصائص السيولة السوقية.

2.6.1 مفهوم سيولة الأسواق المالية

السيولة تعني قابلية الأصل للتحويل إلى أصول سائلة لمواجهة الالتزامات المستحقة الأداء حاليا أو في غضون فترة قصيرة (عبد الحميد،2000،ص: 230). وبعبارة أخرى، السيولة هي قدرة المنظمة على مقابلة التزاماتها بشكل فوري، وذلك من خلال تحويل أي أصل من الأصول إلى نقد سائل وبسرعة (أبو قحف، 1993، ص: 94). أي أن السيولة مفهوم نسبي يعبر عن العلاقة بين النقدية وأصول سهلة التحويل إلى نقدية (أصول شبه نقدية) وبين التزامات مستحقة (عبد المطلب، 2000، ص: 231).

عرفت سيولة السوق المالي أيضا بالقدرة على تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة ومع تأثير ضئيل على السعر فضلاً عن أن السيولة تعطي المستثمرين المرونة لبيع ممتلكاتهم عند الحاجة، وتحقق السيولة قيمة أكبر لأنشطة التداول في الأجل القصير من التداول في الأجل الطويل (IImanen,2011:360). في حين يختلف المفهوم الذي وضحه (2008) ,Fabozzi لسيولة الأسواق بأنها تحويل المقتنيات أو الموجودات التي لا تدر نقدا وعكسها إلى مصدر مولد داخلي حيوي للمال التي يمكن أن تدعم حجم تداول أعلى وتطور أكثر لاستراتيجيات التداول (ص: 765).

بينما يجمع (2007) ,Hachmeister كل من حجم (كميات كبيرة) والسرعة مع تأثير ضئيل على السعر في مفهومه عن السيولة إذ أشار لسيولة الأسواق المالية بأنها القدرة على شراء أو بيع كميات من الأوراق المالية بسرعة. وفي هذا الإطار يمكن النظر للسيولة من خلال المفاهيم التالية (ص: 21):

المفهوم الكمي: يعتمد هذا المفهوم على كمية الموجودات القابلة للتحول إلى نقد، وهذا المفهوم ضيق لاعتماده على هذه الموجودات في تقييم السيولة، ولعدم استطاعة المنشأة الحصول على أموال أخرى كالاقتراض أو زيادة رأس المال والأرباح (كراجه ، 2002م، ص: 28).

مفهوم التدفق: وهو الذي يعرف السيولة بأنها: كمية الموجودات القابلة للتحول السريع إلى نقد، مضافا إليها ما يمكن الحصول عليه من تسديد العملاء لالتزاماتهم، أو من خلال ما يمكن الحصول عليه من السوق المالية على شكل ودائع أو أموال مشتراة (عقل، 2006، ص: 158).

2.6.2 أبعاد السيولة

حدد الكتاب والباحثين أبعاد سيولة الأسواق المالية والتي تعد مهمة لأغراض وضع مقاييس للسيولة، إذ وضح (2004), Ivanchuck أبعاد سيولة السوق المالي بالآتي (ص: 3):-

البعد الأول: هامش السعر، وهو القدرة على شراء وبيع دون فروق كبيرة في السعر.

البعد الثاني: توقيت المعاملات، وهو القدرة على تنفيذ الصفقات التجارية في الأوقات اللازمة أو بأقصر فترة زمنية ممكنة ويتم قياسها بمعدل المعاملات لكل وحدة من الزمن.

البعد الثالث: عمق السوق، ويشير إلى القدرة على شراء أو بيع حجم معين من الأسهم مع أقل تأثير ممكن على الأسعار، ويمكن قياس عمق السوق مباشرة من كمية الأسهم المتاحه للتداول الفوري في السوق المالي.

البعد الرابع: التعقيد، ويشير الى القدرة على شراء وبيع كميات دون تكبد تغييرات كبيرة في السعر، وهذا المفهوم على العكس من عمق السوق فيما يتعلق بحجم التداولات الكبيرة التي تتجاوز عمق السوق عند نقطة معينة من الزمن، بعبارة أخرى فإنه يجسد تأثير سعر التداول الفوري التي تكبدتها عندما يكون حجم أبعد من عمق السوق.

كما وقد أوضح (2000) Howells &Bain أن للسيولة ثلاثة أبعاد (الوقت، المخاطرة والتكلفة)، حيث أن الوقت هو السرعة التي ممكن من خلالها تحويل الموجود إلى نقد. أما المخاطرة هي إحتمالية هبوط قيمة تلك الموجود أو إحتمالية تقصير أو إهمال المصدر أو المنتج بطريقة ما في هذا المجال. أما التكلفة هي التضحيات المالية والتضحيات الأخرى التي لابد من وجودها في عملية تنفيذ ذلك التغيير.

2.6.3 مستويات السيولة

صنف (2004) Wyss مستويات سيولة الأسواق المالية بالآتي:

أ- المستوى الأول: القدرة على التداول بشكل كامل، فإذا لم يكن هناك سيولة في السوق لن يكون هناك تداول، حيث أن سيولة السوق تعتمد على وجود سعر عرض وطلب لجعل عملية التداول ممكنة.

ب- المستوى الثاني: القدرة على شراء أو بيع كمية معينة من الأوراق المالية ذات التأثير على السعر المعروض في السوق المالي.

ت- المستوى الثالث: القدرة على شراء أو بيع الأوراق المالية دون التأثير على السعر المعروض في السوق المالي فكلما أصبح السوق أكثر سيولة كلما كان التأثير على السعر المعروض أقل.

ث- المستوى الرابع: القدرة على شراء أو بيع الأوراق المالية بنفس السعر وفي نفس الوقت.

ج- المستوى الخامس: وهو القدرة على اجراء عمليات التداول بشكل مباشر.

2.6.4 مقاييس السيولة

أوضح (1996) Baker أن السيولة من الصعب قياسها أو ملاحظتها وبالتالي لا بد من استخدام عدة مقاييس من أجل قياس السيولة. بنظرة عامة فإن مقاييس السيولة تبعا لما جاء به كل من (Baker, 1996 and Wyss, 2004) تنقسم إلى مقاييس ذات بعد واحد ومقاييس متعددة الأبعاد، حيث أن مقاييس البعد الواحد تأخذ متغير واحد فقط بعين الإعتبار، في حين مقاييس السيولة متعددة الأبعاد تحاول أخذ مجموعة من المتغيرات ضمن متغير واحد (Wyss, 2004:16)،وبالتالي سيتم التطرق في هذه الدراسة الى مقاييس السيولة ذات البعد الواحد.

إن مقاييس السيولة ذات البعد الواحد تنقسم الى ثلاثة مجموعات (حجم الشركة ، حجم التداول والإنتشار)، ومع ذلك فإن حجم الشركة لم يعد يستخدم كمجموعة من مقاييس السيولة ذات البعد الواحد كون هذه المجموعة لا تُظهر تفاوتات كافية للحصول على نتائج معقولة. ويقاس حجم التداول ويمكن التعبير عنه من خلال كمية الأسهم لكل وحدة من الزمن. وعادة ما يتم استخدام هذه المجموعة لاحتساب عمق أبعاد السيولة، وترتبط هذه المجموعة أيضا بالعمق أو البعد

الزمني، حيث أنه كل ما زاد حجم التداول في السوق، فإن المدة الزمنية التي يتم الحاجة اليها لتداول الأسهم المحددة مسبقا تكون أقصر. تم دراسة حجم التداول من قبل (Lee & Swaminathan,2000)، في سياق الزخم واستراتيجية القيمة، أي أنه اذا كان حجم التداول المرتبط بمقاييس السيولة عالي فهذه علامه على أن هناك سيولة عالية. أما الإنتشار ويعبر عن الإنتشار عن أنه الفرق بين (ask price) وما بين (bid price)، حيث أن هذا المقياس يعطي تقديرات تقريبية عن حجم التكلفة التي يتم تكبدها أثناء التداول، بالإضافة إلى الرسوم والضرائب، التي يجب على التاجر أن يقوم بدفعها كتكلفة لتنفيذ فوري للتجارة. هناك العديد من الدراسات قامت بدراسة محددات انتشار (bid-ask spread) كدراسة (Acker, et al., 2002) ولاحظ سلوكهم حول مواعيد الإفصاح عن أرباح الشركات. وتلخص إلى أنه كلما كانت جميع تدابير السيولة المتعلقة بالانتشار أصغر، كلما كانت السيولة في السوق أكبر. وفي هذه الدراسة سوف يتم استخدام مؤشر الأنتشار كمقياس لتكلفة السيولة وذلك تبعا للدراسات السابقة التي أجريت في الأردن كدراسة (Omet, 2007).

2.6.5 خصائص السيولة السوقية

العديد من الباحثين في مجال السيولة في السوق مثل Kyle, (1985) وصفوا ثلاثة خصائص رئيسة للسيولة في الأسواق. وإن هذه الخصائص لها تأثير على الأسعار حيث أن هذه الخصائص تلعب دورا محوريا في البحوث القائمة وتساعدنا على فهم أفضل لمفهوم تأثير السعر، سوف يتم بإيجاز وصف هذه الخصائص الثلاث كما يلي:

الخصائص الأساسية الثلاثة لسيولة السوق أو التي لها صفة التأثير على أسعارها كما جاء بها (Kyle,1985) وهي:

1. الندرة، التي توصف بأنها القدرة على التداول للأصول القريبة من القيمة العادلة للأصول. بطريقة أكثر واقعية، يمكن للمرء أن يقيس الندرة حسب الانتشار من بين أفضل عرض سعر وأفضل سعر للطلب.

2. **العمق**، وهو القدرة على شراء وبيع طلبيه بأحجام كبيرة دون تأثير سلبي مفرط على أسعار الأصول. بتعبير أدق، العمق يقيس وحدة التخزين التي يمكن التعامل بها (إما بيعها أو شراؤها) بأفضل سعر مدرج في أسواق الأوراق المالية. حيث أن مفاهيم الندرة والعمق يمكن تلخيصها بالقول أن الندرة والعمق في السوق تكون في الطلبات الكبيرة (المشتريات والمبيعات على حد سواء) والتي لا يمكن الوفاء بها فورا لتكون قريبة من سعر السوق الحالي.

3. **المرونة**. تشير المرونة إلى السرعة التي تنتعش بها الأسعار بعد تأثيرها بالتعامل أو صدمة عشوائية، مثل الاختلال في السوق والتي هي أمر مؤقت. ولذلك يرتبط ارتباطا وثيقا بتدفق ما هو مطلوب لمواجهة تحقيق التوازن بين هذه التأثيرات في السعر.

2.7 الدراسات السابقة

بعد أن تم مسح الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة من خلال الاستعانة بمواقع على شبكة الإنترنت ومراجعة الرسائل الجامعية السابقة والأبحاث المنشورة، يمكن استعراض هذه الدراسات حسب تسلسلها الزمني على النحو التالي:

دراسة Omet, (2007) بعنوان" Ownership Structure and Stock Liquidity: Some Evidence from The Jordanian Capital Market ". فقد درست العلاقة بين سيولة أسواق الأسهم عبر استخدام مؤشر الإنتشار بهدف قياس سيولة سوق الأسهم. تكونت عينة الدراسة من 131 شركة مدرجة في سوق عمان المالي لسنة 2005. توصلت الدراسة إلى أن تكلفة السيولة تبلغ حوالي (0.022) وأوضحت دراسته أن هذه النسبة مرتفعة الى حد ما مقارنة مع السوق الأمريكي وسوق باريس، وأشار أيضا أن ارتفاع تشتت الملكية لا يحسن من سيولة السوق.

أما دراسة Haddad, et al. (2009) بعنوان " Voluntary disclosure and stock market liquidity: evidence from the Jordanian Capital Market ". فقد بحثت في استكشاف العلاقة بين سيولة

سوق الأسهم والإفصاح الاختياري. اعتبرت الدراسة مؤشر الإنتشار متغيراً تابعاً لقياس السيولة واعتمدت مؤشراً مكوناً من 62 بنداً لقياس مستوى الإفصاح لدى الشركات. تناولت الدراسة 60 شركة أردنية غير مالية مدرجة في سوق عمان المالي خلال عام 2004. وقد توصلت الدراسة إلى أن متوسط مؤشر الإنتشار بلغ 5%، وفسرت ذلك بارتفاع تكلفة السيولة. كما بلغ متوسط الإفصاح حوالي 28% وهي نسبة منخفضة من الإفصاح، وتوصلت نتائج الدراسة أيضا إلى وجود علاقة سلبية بين سيولة سوق الأسهم والإفصاح الاختياري.

أما دراسة Brokman, et al. (2009) بعنوان " Block Ownership, Trading Activity, and Market Liquidity ". فقد بحثت هذه الدراسة في تأثير الملكية الرئيسية على سيولة السوق ونشاط التداول، وتناولت شركات مدرجة في سوق نيويورك للأسهم وسوق الأسهم الأمريكية خلال السنوات من 1996 إلى 2001 باستثناء الشركات غير المتداولة أو التي لم تتوفر معلومات عن سيولتها. وبشكل مختصر فإن الملكية الرئيسية تؤثر على سيولة السوق من خلال تقليص نشاط التداول، وقد لا تزيد من تكلفة تباين المعلومات، وقد توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود أثر سلبي قوي للملكية الرئيسية على السيولة قبل أخذ عوامل الضبط بعين الاعتبار، أما بعد مراعاة الضبط فإنها ليس لها أثر على الإطلاق.

من جانبها هدفت دراسة Chung, et al. (2010) بعنوان "Corporate Governance and Liquidity". إلى دراسة العلاقة بين الحاكمية المؤسسية (مؤشر يتكون من 51 معياراً للحاكمية المؤسسية) وسيولة سوق الأسهم من خلال مؤشر الإنتشار. شملت عينة الدراسة الشركات المدرجة في سوق نيويورك للأسهم وناسداك. حيث أشارت نتيجة الدراسة إلى أن الشركات التي لديها آليات حاكمية مؤسسية جيدة يكون مستوى الإنتشار بها أقل وبالتالي تكون أعلى سيولة. إضافة أشارت نتائج دراستهم إلى أن الإختلاف أو التغير في مقاييس السيولة مرتبط إحصائيا مع التغير في مؤشر الحاكمية. أيضا أشارت الدراسة الى أن تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية يساهم في تقليل مستوى الإنتشار وتباين المعلومات وزيادة السيولة.

كما أجريت دراسة Loukil and Yousfi (2010) بعنوان " Does Corporate Governance Affect Stock Liquidity in The Tunisian Stock Market ؟" على سوق الأسهم التونسي. وقد احتوت عينة الدراسة على 49 شركة تم إدراجها في سوق الأسهم التونسي خلال الفترة من 1989 إلى 2007. وكان المتغير التابع في هذه الدراسة هو السيولة، والذي تم قياسه من خلال ثلاثة عوامل هي مؤشر الانتشار ونسبة الدوران ومقياس (Amihud 2002). تناولت الدراسة الشركات المالية وغير المالية، وقد أوضحت نتائج الدراسة أن خصائص الحاكمية المؤسسية تحسن من سيولة الأسهم وذلك لأنها تقلل من تباين المعلومات.

كما بحث دراسة Ginglinger and Hamon (2012) بعنوان " Ownership, Control and Market Liquidity ". في ما إذا كانت الملكية والسيطرة على الشركة تؤثر على سيولة سوق المال للشركات الفرنسية. وتناولت الدراسة تأثير الأشخاص المطلعين ذوي المساهمة الكبيرة على السيولة. احتوت عينة الدراسة على 918 شركة فرنسية مدرجة خلال الفترة من تموز 1998 إلى تموز 2003 وتوصلت إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين ملكية الأشخاص المطلعين وسيولة سوق الأسهم.

ومن جانبها هدفت دراسة Bar-Yosef and Prencipe (2013) بعنوان " The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated Ownership Capital Market إلى تحليل أثر إدارة الأرباح وآليات الحاكمية المؤسسية على السيولة من خلال دراسة متغيرين في قياس سيولة سوق الاسهم (مؤشر الانتشار و حجم التداول). تضمنت العينة أربع شركات فقط لديها مستوى ملكية غير مؤسسية في بورصة ميلان بإيطاليا. وكذلك تناولت الدراسة 130 شركة إيطالية غير مالية مدرجة في سوق ميلان للأسهم خلال الفترة من 1999 إلى 2004 وكانت أهم متغيرات الحاكمية تتمثل في استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وفصل موقع الرئيس التنفيذي، ويعرف متغير إدارة الأرباح بأنه الفرق بين رأس المال العامل المتحقق ورأس المال العامل المتوقع المطلوب لاستمرار المستوى الحالي من المبيعات. وتوصلت هذه الدراسة الى أن حجم التداول يكون أعلى ومؤشر الانتشار يكون أقل للشركات التي تتمتع مستوى جيد من الحاكمية المؤسسية.

وتناولت دراسة Gjerde, et al. (2013) بعنوان " Effect of ownership, governance, and transparency on liquidity–Chilean evidence ". التعرف على تأثير كل من هيكلية الملكية الحاكمية المؤسسية والإفصاح الاختياري على سيولة سوق تشيلي للأوراق المالية، حيث تناولت الدراسة الشركات المدرجة في سوق الأسهم التشيلي خلال عامي 2009 و2010. وقد قامت الدراسة بقياس السيولة بعدة مؤشرات وهي مؤشر (Spread) ومؤشر نسبة السيولة أما المتغيرات المستقلة لهذه الدراسة كانت كبار المساهمين، والافصاح الاختياري من خلال مؤشر مكون من 164 بنداً واردة في مؤشر الإفصاح الاختياري والحاكمية المؤسسية من قبل أعضاء مجلس الإدارة المستقلين. توصلت الدراسة إلى أن استقلالية المجلس وافصاح الشركات والرقابة الخارجية من قبل المؤسسات يعملون على تعديل أثر المطلعين على السيولة وتكاليف التداول.

وأخيراً تناولت دراسة Al-Sharif, et al. (2015) بعنوان " The Impact of Ownership Structure on Stock Liquidity: Evidence from Amman Stock Exchange ". العلاقة ما بين سيولة السهم و هيكل الملكية. حيث اخذت الدراسة مؤشران لقياس السيولة. الأول وهو معدل الدوران والثاني نسبة السيولة، وقد اخذت الدراسة المتغير المستقل هيكلية الملكية واخذت لها عدد من المقاييس. أما عينة الدراسة فكانت 242 شركة منها 102 شركة مالية و 55 شركة تعمل في قطاع الخدمات و 85 شركة صناعية لعام 2009. وقد اخذت الدراسة المتغيرات التالية أيضا عن سعر الاغلاق، حجم التداول، قيمة التداول وعدد الصفقات للعام 2009 باستخدام ملفات الصادرة عن سوق عمان المالي. وكذلك اخذت الدراسة حجم الشركة، والصناعة، ووجود "أكبر مساهم" أكثر من واحد كمتغيرات ضابطة. أظهرت نتائج الدراسة أن كبار مساهمين الشركات الأردنية غالبيتهم من العائلات وشركات خاصه, كذلك أظهرت النتائج أن سيولة أسهم الشركات التي تتركز ملكيتها بأيدي العائلات أقل من سيولة أسهم الشركات التي لا يوجد تركز في هيكل ملكيتها، اضافة الى أن نسبة ملكية أكبر المساهمين ووجود واحد أو أكثر من مساهم يمتلك نسبة مرتفعه من رأس المال يفسران الإختلاف في مقاييس سيولة السهم ما بين الشركات، وأن معامل كل من متغير نسبة الملكية أكبر المساهمين ومعامل متغير وجود مساهم كبير واحد أو أكثر يؤثران سلبيا على سيولة الشركة.

2.7. ما يميز هذه الدراسة

من خلال ما تم عرضه من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع اليات الحاكمية المؤسسية وسيولة سوق الأسهم، فإن ما يميز هذه الدراسة، هو انها سوف تضيف عدد أعضاء مجلس الإدارة ونسبة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وكذلك الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة كمتغيرات مستقلة، اضافة الى وجود حجم الشركة والربحية كمتغيرات ضابطة تبين ما إذا كان لهذه المتغيرات تأثير على سيولة سوق الأسهم في سوق عمان المالي ام لا. وكذلك شملت عينة الدراسة خمس سنوات بداية من عام 2009 حتى عام 2013 للشركات المالية المدرجة بسوق عمان المالي.

الفصل الثالث

الطريقة والاجراءات

3.1 منهجية الدراسة.

3.2 مجتمع وعينة الدراسة.

3.3 نموذج الدراسة.

3.4 فرضيات الدراسة.

3.5 المتغيرات وطرق قياسها.

3.5.1 المتغير التابع.

3.5.2 المتغيرات المستقلة.

3.5.3 المتغيرات الضابطة.

3.6 النموذج القياسي للدراسة.

الفصل الثالث

الطريقة والاجراءات

يبين الفصل الثالث منهجية الدراسة، ويحدد مجتمعها وعينتها، ويشرح متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، ويبين الأساليب الإحصائية اللازمة لإثبات فرضياتها وتحقيق نتائجها، ويوضح معادلات ونموذج الدراسة، لقياس وفحص فرضيات الدراسة.

3.1 منهجية الدراسة

يناقش هذا البحث أثر آليات الحاكمية المؤسسية ممثلة بحجم مجلس الإدارة، أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، والفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة على سيولة سوق الأسهم للشركات المالية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة الممتدة من 2009 الى 2013. حيث قام الباحث باستخدام هذه الفترة وذلك لعدم توفر التقارير المالية للشركات المالية لعام 2014 والتي يتم من خلالها الحصول على بيانات الحاكمية المؤسسية، أيضا من أجل الحصول على أكبر عدد من الشركات المالية وادراجها ضمن عينة الدراسة وبما يتلائم مع قياس متغيرات الدراسة. سيتم وصف المتغيرات إحصائياً واختبار معاملات الإرتباط لمتغيرات الدراسة واثبات فرضيات الدراسة من خلال تحليل الانحدار المتعدد، في هذا الفصل.

3.2 مجتمع وعينة الدراسة:

يتألف مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة المالية المدرجة في سوق عمان المالي ، أما عينة الدراسة سوف تكون الشركات المساهمة المالية المدرجة في سوق عمان المالي التي تنطبق عليها الشروط الموضحة أدناه، وقد تم اختيار القطاع المالي وذلك لاختلاف خصائص الشركات المالية عن خصائص الشركات الأخرى وخاصة بما يتعلق بمتغير السيولة. حيث أن البيانات المأخوذة بيانات سنوية وهي تغطي الفترة من عام 2009 إلى عام 2013 متمثلة في ما يلي:

1. البنوك وتضم البنوك التجارية وبنوك الاستثمار.
2. التأمين والتي تعمل في كافة أنواع التأمين.
3. الخدمات المالية المتنوعة ويشمل شركات الخدمات المالية وشركات الاستثمار وشركات الإقراض المتخصصة.
4. العقارات والتي تعمل في الأراضي والعقارات.

أما عينة الدراسة فهي الشركات المساهمة العامة المالية المدرجة في سوق عمان المالي والتي تتضمن فيها الشروط التالية:

1- أن تكون الشركة مدرجة في سوق عمان المالي من عام 2009 الى عام 2013 .
2- أن تكون البيانات المالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة متوفرة.
3- أن يكون عدد أيام التداول في السنه لا يقل عن 30 يوما للشركة من أجل احتساب متوسط مؤشر الانتشار.

حيث كانت العينة النهائية عبارة عن 67 شركة بعد استبعاد الشركات التي لا تتوفر لديها الشروط أعلاه.

وقد قام الباحث بالحصول على البيانات من المصادر التالية:

1. البيانات الثانوية: تم الحصول عليها من خلال القيام بمراجعة للدراسات السابقة والدوريات، وما كتب حول هذا الموضوع في الكتب والمراجع العلمية والمقالات والمصادر الحكومية ذات الصلة.

2. البيانات الأولية: تم جمع بيانات الدراسة من التقارير والقوائم المالية للشركات المالية عينة الدراسة والمنشورة على موقع سوق عمان المالي.

يوضح الجدول أدناه عدد الشركات التي دخلت ضمن عينة الدراسة:

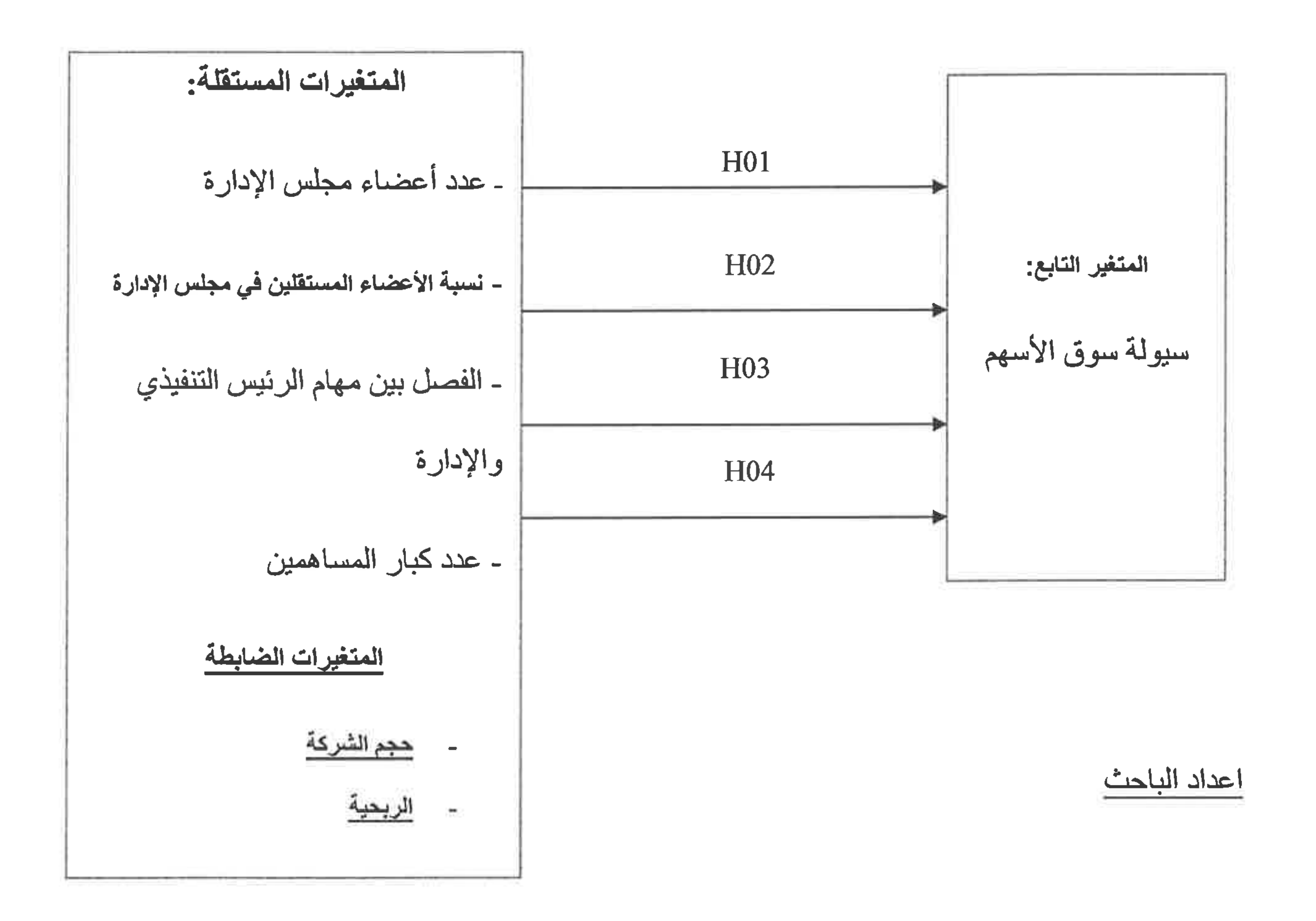
يبين الجدول (1) عدد الشركات في عام 2009 لكل من البنوك، الوساطة المالية، التأمين والعقارية، كما ويبين عدد الشركات في عام 2013 للقطاعات المذكورة أدناه، حيث يتضح أن عدد الشركات التي استمرت من عام 2009 الى 2013 كان عددها (115) شركة، ومجموع الشركات التي لم تتوافر قوائمها المالية مع الشركات التي قلت بها أيام التداول عن 30 يوما كان 48 شركة وبالتالي عدد الشركات التي دخلت ضمن عينة الدراسة 67 شركة موزعة كما هو موضح في الجدول أدناه:

جدول (1) العينة وتوزيعها

	البنوك	الوساطة المالية	التامين	العقارية	المجموع
عدد الشركات في سنة 2009	16	35	26	40	117
عدد الشركات في سنة2013	15	38	27	39	119
عدد الشركات التي استمرت من عام 2009 الى عام 2013	15	35	26	39	115
عدد الشركات التي لم تتوافر بها البيانات المالية المعقلة بمتغيرات الدراسة	1	16	5	9	31
عدد الشركات التي قلت بها أيام التداول عن 30 يوم	0	6	2	9	17
عدد الشركات التي دخلت ضمن عينة الدراسة	14	13	19	21	67

3.3. نموذج الدراسة

يبين الشكل التالي العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والمتغيرات الضابطة:



الشكل (2) نموذج الدراسة

يوضح الشكل (2) العلاقة بين المتغيرات المستقلة (آليات الحاكمية المؤسسية) ممثلة بحجم مجلس الإدارة، أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة ، الملكية الرئيسية والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة والربحية) والمتغير التابع الممثل بسيولة سوق الأسهم.

3.4فرضيات الدراسة

تبعاً لأدبيات الدراسة وانسجاماً مع مشكلة الدراسة ولتحقيق أهدافها تم صياغة الفرضيات بالصيغة الصفرية على النحو التالي:

H01: لا يوجد أثر ذو دلاله إحصائية عند مستوى معنويه 5% لحجم مجلس الإدارة على سيولة سوق الأسهم.

H02: لا يوجد أثر ذو دلاله إحصائية عند مستوى معنويه 5% لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين على سيولة سوق الأسهم.

H03: لا يوجد أثر ذو دلاله إحصائية عند مستوى معنويه 5% لمتغيرالفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة على سيولة سوق الأسهم.

H04: لا يوجد أثر ذو دلاله إحصائية عند مستوى معنويه 5% لعدد كبار المساهمين على سيولة سوق الأسهم.

3.5 المتغيرات وطرق قياسها

3.5.1 المتغير التابع

وهو سيولة سوق الأسهم. وتقاس باستخدام مؤشرات عدة للتعرف على سيولة سوق الأسهم. اما في هذه الدراسة فستستخدم مقياس (spread) كمؤشر على تكلفة السيولة، حيث استخدم هذا المؤشر كمقياس لتكلفة السيولة سوق الأسهم من قبل عدة دراسات منها (Kanagaretnam and Whalen 2007; Chung 2010; Omet 2007) وهكذا فإن المعادلة تكون على النحو التالي:

Spread = (Ask Price – Bid Price) / [(Ask Price + Bid Price) / 2] * 100

حيث أن:

(Spread): المؤشر المقاس به تكلفة سيولة سوق الأسهم.

(Ask Price): أفضل سعر طلب للشركة.

(Bid price): أفضل سعر عرض للشركة.

حيث سيتم احتساب معامل الانتشار لكل شركة في كل سنة وذلك من خلال احتساب معامل الانتشار لكل شركة في كل يوم ومن ثم أخذ الوسط الحسابي لمعامل الانتشار للشركة بناءا على عدد أيام التداول للشركة في السنة.

3.5.2 المتغيرات المستقلة

تشتمل المتغيرات المستقلة على أربع متغيرات هي:

1. **حجم مجلس الإدارة:** فقد أشارت دراسة Loukil and Yousfi (2010) أن هذا المتغير كأحد المتغيرات لقياس آليات الحاكمية المؤسسية، وأضافوا أيضاً أنه كلما كان عدد أعضاء مجلس الإدارة أكبر كلما رفع من مستوى كفاءة أدائها. وسيتم قياس هذا المتغير بعدد الأعضاء في المجلس.

2. **استقلالية أعضاء مجلس الإدارة:** إن استقلالية أعضاء مجلس الادارة هي من الوسائل التي تعمل في تقليل المعلومات المتباينة وبالتالي تحسن سيولة سوق الاسهم (Cai, et al., 2006; Kanagaretnam, et al., 2007). وسيتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد الأعضاء في المجلس.

3. **الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة:** إن نظرية الوكالة تتنبأ بأن الرئيس التنفيذي صاحب المنصب المزدوج يستطيع التحكم بأعضاء مجلس الإدارة بفعالية (Loukil and Yousfi, 2010). وسيتم قياس هذا المتغير كمتغير وهمي وستأخذ الدراسة رقم واحد في حال ان المدير التنفيذي هو رئيس مجلس الإدارة ورقم صفر غير ذلك.

4. **كبار المساهمين:** ذكر Heflin and Shaw (2000) بأن المستثمرين الخارجيين ينظرون بأن كبار المساهمين باستطاعتهم الحصول على معلومات أكثر مما يزيد من التباين في المعلومات ومن ثم يقلل سيولة الأسهم. وسيتم قياس هذا المتغير بعدد المساهمين الذين يملكون حصة تتجاوز 5% من أسهم الشركة. وقد تم استخدام هذا المقياس في العديد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع منها (Omet 2007; Alsharif et al., 2015).

3.5.3 المتغيرات الضابطة

استخدمت غالبية الدراسات السابقة التي اطلع عليها الباحث بعض متغيرات خصائص الشركات للتأثير على العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع. وهناك متغيرات ضابطة يمكن أن تؤثر على سيولة سوق الأسهم وخصائص أعضاء مجلس الإدارة وهيكلية الملكية، وهما عاملان متغيران، حجم الشركة مقاسا باللوغاريتم لإجمالي أصول الشركة، والربحية المقاسة بصافي الربح مقسوما على إجمالي حقوق المساهمين.

3.6 النموذج القياسي للدراسة

$$Spread = \alpha + \beta_1 BSIZE + \beta_2 INDP + \beta_3 DULAT + \beta_4 BLK + \beta_5 LGSIZE + \beta_6 ROE + €$$

حيث أن:

المتغير التابع

(spread): المؤشر المقاس به تكلفة سيولة سوق الأسهم.

α : معامل ثابت

المتغيرات المستقة:

(BSIZE): حجم مجلس الإدارة.

(INDP): نسبة الأعضاء المستقلين.

(DULAT): الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة.

(BLK): عدد كبار المساهمين.

المتغيرات الضابطة:

(LGSIZE): اللوغاريتم لإجمالي الأصول.

(ROE): العائد على حقوق الملكية.

€: معامل الخطأ.

تم استخدام هذا النموذج أيضا من قبل الدراسات التي تناولت هذا الموضوع على سبيل المثال (Chun, et al., 2010; Kanagaretnam, et al., 2007; Loukil and Yousfi, 2010).

الفصل الرابع

نتائج التحليل وإختبار الفرضيات

4.1المقدمة.

4.2 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

4.3 اختبار معامل الإرتباط بين متغيرات الدراسة.

4.4 اختبار التداخل الخطي.

4.5 تحليل الإنحدار المتعدد واختبار الفرضيات.

الفصل الرابع

نتائج التحليل وإختبار الفرضيات

يمهد هذا الفصل بوصف المتغيرات إحصائياً لفهم وإجراء تحليل الانحدار المتعدد، وفحص فرضيات الدراسة، ويؤكد معاملات الإرتباط بين المتغيرات نتائج التحليل.

4.1 المقدمة

استند هذا البحث على الدراسة التجريبية لتأثير آليات الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الاسهم للشركات المالية الاردنية المدرجة في سوق عمان المالي من الفترة 2009 الي 2013. حيث تم جمع متغيرات الحاكمية المؤسسية من التقارير السنوية المنشورة. بينما استخدم مؤشر الانتشار المستخدم من قبل (Omet, 2007) لحساب تكلفة سيولة سوق الاسهم. ولتحقيق هدف الدراسة تم تحليل البيانات بواسطة الاحصاء الوصفي ومعامل الارتباط وتحليل الانحدار الخطي المتعدد . حيث يوضح الجزء الاول من هذا الفصل نتائج الاحصاء الوصفي لكل من متغيرات الحاكمية المؤسسية، التي تم قياسها بواسطة عدد اعضاء مجلس الادارة ونسبة استقلالية اعضاء مجلس الادارة والفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة وعدد كبار المساهمين بالشركة , وسيولة سوق الاسهم ومتغيرات التحكم . اما الجزء الثاني تم توضيح معامل الارتباط بين سيولة سوق الاسهم مع كل متغير من متغيرات الحاكمية المؤسسية ومتغيرات التحكم . اما الجزء الثالث من هذا الفصل فتم اختبار مدى التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة . وفي ختام هذا الفصل تم عرض نتائج اختبار الانحدار المتعدد بين المتغير التابع وهو سيولة سوق الاسهم والمتغيرات المستقلة والتي كانت اليات الحاكمية المؤسسية.

4.2 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

الجدول رقم (2) يوضح الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة . حيث يظهر الجزء الأول من الجدول الاحصاء الوصفي للمتغيرات المستمرة المستخدمة في نموذج هذه الدراسة والجزء الثاني من الجدول يوضح ايضا المتغيرات الوهمية المستخدمة في نموذج هذه الدراسة.حيث تبين من نتائج الإحصاء الوصفي أن هناك شركتين كانت تكلفة السيولة لديها مرتفعه وهذه الشركات البلاد للأوراق المالية والاستثمار عام 2013 حيث كانت تكلفة السيولة لديها (0.1106)، والشركة الأردنية الفرنسية للتأمين عام 2013 كانت(0.0833)، وبالتالي نستخلص من خلال النتائج الموضحة من الجزء الأول للجدول، ان قيمة الوسط الحسابي لتكلفة سيولة سوق الاسهم كانت (0.0327) وكانت اعلى قيمة (0.1106) واقل قيمة (0.000) وهذا يوضح ان متوسط تكلفة السيولة للشركات الاردنية مرتفع بالمقارنة بالأسواق المتقدمة فمثلا ذكرت دراسة (Omet, 2007) أن تكلفة السيولة في السوق الأمريكي كانت (0.0032) وفي سوق باريس للأوراق الأوراق المالية (0.00297). وتتراوح قيمة حجم مجلس الادارة ما بين الحد الأقصى وهو (12) والحد الأدنى (5)، وهذا ما يدل على أن الشركات المالية الأردنية ملتزمة بالقواعد العامة لحوكمة الشركات الصادر عن سوق عمان المالي والتي تنص على ان عدد اعضاء مجلس الادارة لايقل عن خمسة اعضاء ولا يزيد عن ثلاث عشرة عضو.

وكانت قيمة الوسط الحسابي لنسبة استقلالية اعضاء مجلس الادارة (0.2036) على الرغم من أن دليل قواعد الحاكمية المؤسسية الباب الثاني (مجلس ادارة الشركة المساهمة) الفقرة الأولى تنص على أن يكون ثلث أعضاء المجلس على الأقل من الأعضاء المستقلين. بمتطلبات سوق عمان المالي من وجود ثلث اعضاء مجلس الادارة على الأقل من الأعضاء المستقلين. وكانت اعلى قيمة لعدد كبار المساهمين بالشركة هي (8) واقل قيمة هي (1) والوسط الحسابي هو (3.56) وهو ما يوضح ان اغلب عدد كبار المساهمين في الشركات الاردنية (4).

جدول: (2) الاحصاء الوصفي لسيولة سوق الاسهم واليات الحاكمية المؤسسية ومتغيرات التحكم

الجزء الأول: المتغيرات المستمرة					
المتغيرات	الوسط الحسابي	الوسيط	الإنحراف المعياري	أقل قيمة	أعلى قيمة
السيولة	0.0327	0.0322	0.0086	0	0.1106
حجم مجلس الإدارة	7.66	7	1.357	5	12
نسبة الأعضاء المستقلين	0.2036	0.2036	0.03745	0.12	0.43
كبار المساهمين	3.56	4	1.768	1	8
العائد على حقوق الملكية	0.00738	0.0003	0.031578	-0.129	0.177
حجم الشركة	7.72675	7.38201	0.909238	5.921	10.39
الجزء الثاني : المتغيرات الوهمية					
المتغيرات	التكرار(1)	التكرار(0)	عدد المشاهدات		
الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة	88	247	335		

4.3 اختبار معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة

الجدول رقم (3) يوضح مصفوفة الارتباط بين سيولة سوق الاسهم، والتي تقاس بمعامل الانتشار والحاكمية المؤسسية ومتغيرات التحكم. أوضحت النتائج أن هناك علاقة عكسية بين تكلفة سيولة سوق الاسهم وكل من نسبة عدد الاعضاء المستقلين بالمجلس والفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة والربحية وحجم الأصول. في حين كانت العلاقة بين تكلفة سيولة سوق الاسهم و نسبة الاعضاء المستقلين بالمجلس (r=-.311) تمثل أعلى قيمة ارتباط . هذا ما يدل على أن زيادة نسبة عدد الأعضاء المستقلين بالمجلس يعزز في تخفيض مستوى الانتشار، الأمر الذي ينعكس على مستوى منخفض من تكلفة سيولة سوق الاسهم.

الجدول (3) اختبار معامل الارتباط بين سيولة سوق الاسهم واليات الحاكمية المؤسسية ومتغيرات التحكم

المتغيرات	السيولة	حجم مجلس الإدارة	نسبة الأعضاء المستقلين	الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة	كبار المساهمين	العائد على حقوق الملكية	اللوغاريتيم لحجم الشركة
السيولة	1						
حجم مجلس الإدارة	0.091-	1					
نسبة الأعضاء المستقلين	.311-**	.589**	1				
الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة	.141-**	0.1	0.091	1			
كبار المساهمين	0.069	.257**	.161-**	.469-**	1		
العائد على حقوق الملكية	.167-**	.217**	0.076	.110*	0.035-	1	
اللوغاريتيم لحجم الشركة	.252-**	.805**	.629**	.308**	0.028	.244**	1

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

4.4 اختبار التداخل الخطي

تبين نتائج اختبار معامل تضخم التباين في الجدول (4) انها انحصرت بين (1.0907) و(3.822) ويلاحظ أن جميع القيم كانت اقل من 10، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة في التداخل الخطي ما بين المتغيرات المستقلة، حيث تعتمد قوة النموذج الخطي العام أساساً على فرضية استقلال كل متغير من المتغيرات المستقلة، وأن الحصول على قيمة (VIF) أقل من (10) يدل على عدم وجود مشكلة في التداخل الخطي وهذا ما أشار له (Gujarati and Porter, 2010). كما تبين قيم التباين المسموح به (tolerance) والذي يعتبر مؤشرا على العلاقة الخطية بين المتغيرات الوسيطية والذي عادة ما يتم قبول قيمه إذا كانت اكبر من 0.2 على اعتبار انه يساوي مقلوب معامل تضخم التباين (vif / ا).

جدول رقم (4) اختبار مدى التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة

المتغيرات	التداخل الإحصائي	
	Tolerance	VIF
حجم مجلس الإدراة	0.2673	3.7411
نسبة الأعضاء المستقلين	0.4661	2.1454
الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة	0.6141	1.6282
كبار المساهمين	0.5466	1.8294
العائد على حقوق الملكية	0.9168	1.0907
اللوغاريتيم لمجموع الأصول	0.262	3.822

المتغير التابع : سيولة سوق الأسهم

4.5 تحليل الإنحدار المتعدد وإختبار الفرضيات

أجري تحليل الانحدار المتعدد من أجل دراسة تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على سيولة سوق الاسهم للشركات المالية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 2009 الى 2013. ولاختبار فرضيات الدراسة، أجري تحليل الانحدار كما هو موضح أدناه وذلك لأن الإنحدار الخطي المتعدد من الأساليب الإحصائية المتقدمة والتي تضمن دقة الإستدلال من أجل تحسين نتائج البحث عن طريق الإستخدام الأمثل للبيانات في إيجاد علاقات سببية بين الظواهر موضوع البحث، اضافة الى أن النموذج القياسي للدراسة يمثل الإنحدار الخطي المتعدد.

يبين الجدول رقم (5) أدناه أن قيمة قيمة $R^2 = 0.193$ وهذا يدل على أن آليات الحاكمية المؤسسية تشكل (19.3%) من التباين في تكلفة سيولة سوق الأسهم، حيث تعتبر قيمة R^2 مؤشرا على مقدار التباين او الاختلاف الذي قد يحصل في المتغير التابع (تكلفة سيولة سوق الأسهم)، بحيث يكون منسوبا او بسبب المتغير المستقل(آليات الحاكمية المؤسسية)، وكذلك تعبر عن قدرة المتغير المستقل في التنبؤ بالمتغير التابع وعادة ما تدل القيمة الاكبر على قيمة افضل بحيث ان اعلى قيمة قد تصل الواحد صحيح وقد بلغت هذه القيمة بسبب تكلفة السيولة ما نسبته (0.01) وهي نسبة ضعيفة جدا. ويلاحظ أيضاً أن قيمة Adjusted R^2 قريبة من قيمة R^2 ،

حيث أنه اذا تم طرح $Adjusted\ R^2$ من R^2 (0.193-0.178) = 0.015 ، هذا الرقم (0.015) يعني أنه إذا تضمين مجمتع الدراسة كاملاً ضمن نموذج الدراسة، سيكون هناك (0.015) أقل إنحراف في النتائج.

كما ويتضح من الجدول (5) أدناه التأثير الكلي للمتغيرات المستقلة والضابطة على المتغير التابع، حيث يتضح من الجدول أدناه أن قيمة P-value هي(0.000) وهي أعلى من مستوى الدلالة (0.05) حيث أن قيمة F-value هي (13.093) ، وهذا يدل على أن آليات الحاكمية المؤسسية لها تأثير ذو دلالة إحصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم عند مستوى دلالة (0.05).

الجدول رقم (5) اختبار الانحدار المتعدد لسيولة سوق الاسهم واليات الحاكمية المؤسسية

Sig.	t-statistics	β Coefficients Unstandardized Coefficients	المتغيرات
0	13.377	5.479	الثابت
0	5.133	0.314	حجم مجلس الإدارة
0	-5.706	-9.569	نسبة الأعضاء المستقلين
0.048	-1.982	-0.246	الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة
0.008	-2.688	-0.088	كبار المساهمين
0.002	-3.098	-0.044	العائد على حقوق الملكية
0.002	-3.149	-0.290	اللوغاريتم لحجم الشركة
		0.440	R
		0.193	R-Square
		0.178	Adjusted R-Square
		13.093	F-statistic
		0	F-significance
		1.96	T-tabulated

الفرضية الأولى:

H01: لايوجد أثر ذو دلاله إحصائية عند مستوى معنويه 5% لحجم مجلس الإدارة على سيولة سوق الأسهم.

يتضح من الجدول (5) أعلاه أن قيمة اختبار t (المحسوبة) والتي تعبر عن الاهمية الخطية للمتغير المستقل في نموذج الانحدار لمتغير حجم المجلس (5.133) وهذه القيمة أعلى من القيمة المجدولة (1.96)، كما يتضح أن قيمة P-value تساوي (0.000) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) وهذا يبين أن حجم المجلس له تأثير ذو دلالة إحصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم عند مستوى دلالة (0.05). وهذا يدعم أنه كلما زاد حجم مجلس الإدارة بوحدة واحدة زادت تكلفة السيولة بمقدار (0.314).

الفرضية الثانية:

H02: لايوجد أثر ذو دلاله إحصائية عند مستوى معنويه 5% لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين على سيولة سوق الأسهم.

يتضح من الجدول (5) أعلاه أن قيمة اختبار t (المحسوبة) والتي تعبر عن الاهمية الخطية للمتغير المستقل في نموذج الانحدار لمتغير أعضاء مجلس الإدارة المستقلين (5.706-) وهذه القيمة أقل من القيمة المجدولة (1.96-)، كما يتضح أن قيمة P-value تساوي (0.000) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) وهذا يبين أن متغير أعضاء مجلس الإدارة المستقلين له تأثير ذو دلالة إحصائية على سيولة سوق الأسهم عند مستوى دلالة (0.05). وهذه النتيجة تدعم أنه كلما زادت نسبة الأعضاء المستقلين بوحدة واحدة قلت تكلفة السيولة بمقدار (9.569).

الفرضية الثالثة:

H03: لايوجد أثر ذو دلاله إحصائية عند مستوى معنويه 5% للفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة على سيولة سوق الأسهم.

يتضح من الجدول (5) أعلاه أن قيمة اختبار t (المحسوبة) والتي تعبر عن الاهمية الخطية للمتغير المستقل في نموذج الانحدارلمتغير الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة (-1.982) وهذه القيمة أقل من القيمة المجدولة (-1.96)، كما يتضح أن قيمة P-value تساوي (0.000) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) وهذا يبين أن متغير الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة له تأثير ذو دلالة إحصائية على سيولة سوق الأسهم عند مستوى دلالة (0.05). وهذا يدعم أنه كلما زادت عدم الازدواجية في منصب المدير التنفيذي بوحدة واحدة قلت تكلفة السيولة بمقدار(0.246).

الفرضية الرابعة:

H04: لايوجد أثر ذو دلاله إحصائية عند مستوى معنويه 5% لعدد كبار المساهمين على سيولة سوق الأسهم.

يتضح من الجدول (5) أعلاه أن قيمة اختبار t (المحسوبة) والتي تعبر عن الاهمية الخطية للمتغير المستقل في نموذج الانحدار لمتغير كبار المساهمين (-2.688) وهذه القيمة أقل من القيمة المجدولة (-1.96)، كما يتضح أن قيمة P-value تساوي (0.000) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) وهذا يبين أن متغير كبار المساهمين له تأثير ذو دلالة إحصائية على سيولة سوق الأسهم عند مستوى دلالة (0.05). وهذا يبين أنه كلما زاد عدد كبار المساهمن بوحدة واحدة قلت تكلفة السيولة بمقدار (0.088).

ويتضح من الجدول أعلاه (5) أن كل من المتغيرات الضابطة (العائد على حوق المساهمين وحجم الشركه) كانت قيمة اختبار t (المحسوبة) والتي تعبر عن الاهمية الخطية للمتغير المستقل في نموذج الانحدار(-3.098) و (-3.149) على التوالي، كما يتضح أن قيمة P-value لكل منهما تساوي (0.002)، وهذا يدل على أن كل من العائد

على حقوق المساهمين وحجم الشركة لهما تأثير ذو دلالة احصائية عند مستوى معنوية (0.005) حيث بلغت قيمة البيتا غير المعيارية (β=-0.044) للعائد على حقوق الملكية و (β= -0.29) لحجم الشركة. وهذا يدعم أن هذا التأثير السلبي الى ان عدد من الشركات المالية الاردنية تعتمد بتمويل أصولها من مصادر داخليه، مما يؤثر عكسياً على العائد على حقوق المساهمين. وتدعم أيضا نتائج الدراسة إلى أن الشركات المالية صغيرة الحجم يكون مستوى تباين المعلومات بها أقل ومستوى الإنتشار بها عالي وتكلفة السيولة بها مرتفعة وبالتالي تكون أقل سيولة (Khan, et al., 2005).

الفصل الخامس

الاستنتاجات والتوصيات

5.1 الإستنتاجات.

5.2 التوصيات

الفصل الخامس

الاستنتاجات والتوصيات

يتضمن هذا الفصل ما أشارت له نتائج هذه الدراسة والاستنتاجات، وبناء عليها قام الباحث بصياغة توصيات الدراسة.

5.1 الاستنتاجات

تناولت هذه الدراسة أثر آليات الحاكمية المؤسسية والمتمثلة بكل من حجم مجلس الإدارة، نسبة الأعضاء المستقلين، الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة، وكبار المساهمين على سيولة سوق الأسهم للشركات المالية المساهمة العامة المدرجة سوق عمان المالي خلال الفترة 2009 – 2013، وبناء على نتائج هذه الدراسة، فإن هذه الدراسة توصلت إلى الاستنتاجات التالية:

أظهرت معاملات الإرتباط لهذه الدراسة أن أغلب آليات الحاكمية المؤسسية ترتبط ارتباط عكسي مع تكلفة سيولة سوق الأسهم للشركات المالية الأردنية المساهمة العامة وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Chung, et al., 2010) وهذا يدعم أن الشركات التي لديها آليات حاكمية مؤسسية فعالة فإنه من المرجح أن تكون أسهمها تتمتع بسيولة عالية وتكلفة سيولة أقل وذلك بسبب الشفافية المالية، مما يقلل في النهاية من تباين المعلومات وفرض المزيد من الرقابة على المدراء.

أيضا أظهرت نتائج الدراسة أن حجم مجلس الإدارة له تأثير موجب ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم وهذه النتيجة تتفق مع كل من (Delis, et al., 2009; Yermack, 1996 and Huther, 1997)، حيث أوضحت نتائج دراستهم أن أن حجم مجلس الإدارة له تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على السيولة، حيث تدعم هذه النتائج أن هناك العديد من المشاكل التي من الممكن أن تنشأ والمرتبطة بكل من التنسيق والإتصال وصنع القرار نتيجة الزيادة في عدد أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي تؤدي الى زيادة المخاطر المرتبطة بالسيولة و صنع القرارات

المرتبطة بكل من ممارسات الشركة وسياساتها واستراتيجية الشركة المرتبطة بعنصر السيولة تكون غير فعالة، نتيجة لزيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة.

كما وأظهرت نتائج الدراسة ان نسبة الأعضاء المستقلين لها تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم في الشركات المالية الأردنية وتتفق هذه النتيجة مع (Cai, et al., 2006 and Kanagaretnam, et al., ,2007) والذين وجدوا أن نسبة الأعضاء المستقلين تقلل من تباين المعلومات وتحسن من السيولة. وتدعم هذه النتيجة أن الشركات المالية الأكثر نسبة من الأعضاء المستقلين تكون أكثر تحفظا تجاه مخاطر السيولة.

أيضا أظهرت نتائج الدراسة أن الفصل بين مهام الرئيس التنفيذي والإدارة لها تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم في الشركات المالية الأردنية. وهذا يوضح أن عدم الازدواجية في منصب المدير التنفيذي تزيد من فرصة حصول المتداوليين بشفافية على معلومات تتعلق بالمدراء وعلاقتهم بأسعار الأسهم وأن زيادة سيولة الأوراق المالية وانخفاض تكاليف التداول تؤدي الى تشجيع المتداولين الحصول على معلومات أكثر شفافية عن المدراء وعلاقتهم بأسعار الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Bar-Yosef and Prencipe, 2013) حيث أوضحت نتائج دراستهم أن مؤشر الانتشار (تكلفة السيولة) يكون أقل في الشركات التي يكون بها عدم ازداوجية في منصب المدير التنفيذي.

وأظهرت نتائج الدراسة أيضا أن عدد كبار المساهمين لهم تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم، على الرغم من أن الدراسات السابقة أشارت الى أن نسبة كبار المساهمين تقلل من سيولة سوق الأسهم ومن أمثلة ذلك دراسة (Brockman et al., 2009) والتي أشارت الى أن الملكية الكبيرة تلعب دوراً هاما في تقييم أداء الشركة واتخاذ القرارات المناسبة والتي بدورها تقلل من سيولة سوق الأسهم. إضافة الى دراسة (Brockman, et al., 2009) والتي أشارت الى أن ملكية كبار المساهمين تقلل من سيولة سوق الأسهم من خلال تقليل أعمال التداول.

أيضاً، أظهرت نتائج الدراسة أن العائد على حقوق الملكية لها تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Lartey, et al., 2013) حيث أوضحت نتائج دراستهم أنه من المهم في الشركات المالية والبنوك أن تقوم الإدارة بإدارة السيولة بشكل جيد ، حيث أن امتلاك هذه الشركات كمية مناسبة من الأصول التي تتمتع بسيولة عالية تؤدي الى تحسين الربحية، حيث أن السيولة الكافية تساعد الشركات في التقليل من مخاطر السيولة والأزمات المالية. وفي النهاية أظهرت نتائج الدراسة أن اللوغاريتم لحجم الشركات المالية له تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على تكلفة سيولة سوق الأسهم وتدعم هذه النتيجة إلى أن الشركات المالية صغيرة الحجم يكون مستوى تباين المعلومات بها أقل ومستوى الإنتشار بها عالي وبالتالي تكون أقل سيولة (Khan, et al., 2005).

5.2. التوصيات

بناءا على نتائج الدراسة يوصي الباحث بما يلي:

1- هناك مشاكل مرتبطة بكل من التنسيق والاتصال وصنع القرار والتي من الممكن أن تنشأ نتيجة الزيادة في عدد أعضاء مجلس الإدارة وهذه المشاكل تؤدي الى زيادة المخاطر المرتبطة بالسيولة وصنع القرار وبناءا على ما أوجدته نتائج الدراسة من أن عدد أعضاء مجلس الإدارة له تأثير موجب على تكلفة السيولة وأن متوسط عدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات المالية عينة الدراسة مرتفع الى حد ما، يوصي البحث بدراسة العدد الأمثل لعدد أعضاء مجلس الإدارة بما يتناسب مع ممارسة واستراتجية الشركة المرتبطة بعنصر السيولة.

2- ركزت هذه الدراسة على عدد كبار المساهمين وأوضحت النتائج أن عدد كبار المساهمين يقلل من السيولة وبالتالي ضرورة تركيز الدراسات المستقبلية على نسبة الملكية لدى كبار المساهمين وأثرها على السيولة.

3- تركيز الدراسات المستقبلية على آليات الحاكمية المؤسسية وعلاقتها مع السيولة في قطاعات مختلفة من الشركات الأردنية المساهمة العامة، لتعميم النتائج على الشركات الأردنية المساهمة العامة.

4- استخدام آليات أخرى من الحاكمية المؤسسية وعلاقتها مع السيولة، لتعميم أثر الحاكمية المؤسسية بمختلف آلياتها على سيولة سوق الأسهم في الشركات الأردنية.

5- استخدام مقاييس أخرى لمتغير السيولة لملاحظة الفروقات في النتائج، وبالتالي اعتماد أفضل مقياس لمتغير السيولة يقيس العلاقة مع آليات الحاكمية المؤسسية.

قائمة المراجع

المراجع العربية

جعيدي، عمر، (2007). **مستوى الحاكمية المؤسسية وأثره في اداء الشركات: دراسة تطبيقية لنموذج Credit Lyonnais Securities Asia على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي للاوراق المالية،** أطروحة دكتوراه غيرمنشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمّان، الأردن.

السرطاوي، عبد المطلب، علام حمدان، (2014)، مدى التماثل بين المصارف في تطبيق تعليمات الحاكمية المؤسسية وأثرها على العائد على الأسهم "دراسة مقارنة بين المصارف الإسلامية والتقليدية في دول مجلس التعاون الخليجي، **المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية** (العلوم الإنسانية)، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة.

طالب ، علاء فرحان ، إيمان شيحان المشهداني، (2011)، **الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجية للمصارف**،(ط1) ، عمان، دار صفاء.

عبد الغفار حنفي عبد السلام أبو قحف(1993)، **الإدارة الحديثة في البنوك التجارية**، (ط1), الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.

عبد المطلب، عبد الحميد، (2006)، **البنوك الشاملة عملياتها – اداراتها**، (ط1)، الاسكندرية: الدار الجامعية للطباعه والنشر والتوزيع.

عقل، مفلح(2006)، **وجهات نظر مصرفية**، (ط1)، عمان: مكتبة المجتمع العربي.

علي ، لؤي زين العابدين ، (2004)، الحوكمة وأثرها في تنشيط الاستثمار في السوق المصرية، **مجلة المحاسب، جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 10 (240)، 260.

كراجه، عبد الحليم، (2002), **الإدارة والتحليل المالي: أسس - مفاهيم - تطبيقات**، (ط2)، عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.

لطفي، أمين السيد أحمد، (2010)، **المراجعة وحوكمة الشركات**، الإسكندرية: الدار الجامعية، (ص 132).

مطر، نور، (2007). مدى التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية: دراسة تحليلية مقارنة بين القطاعين المصرفي والصناعي. **المجلة الأردنية في إدارة الأعمال**, 3 (1)، 46-71.

هيئة الأوراق المالية، الأردن، **https://www.JSC.gov.jo**

المراجع الأجنبية:

Abdul Rahman, R., & Haneem Mohamed Ali, F. (2006). Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence. **Managerial Auditing Journal**, 21(7), 783-804.

Acker, D., Stalker, M. & Tonks, I. (2002), `Daily closing inside Spreads and Trading Volumes around Earnings Announcements', **Journal of Business Finance & pyAccounting** 29(9/10), 1149{1179.

Al-Shammari, B., & Al-Sultan, W. (2010). Corporate Governance and Voluntary Disclosure in Kuwait, **International Journal of Disclosure and Governance**, 7(3), 262-280.

Al-Sharif, F., Bino, A., & Tayeh, M. (2015). The Impact of Ownership Structure on Stock Liquidity: Evidence from Amman Stock Exchange. **Jordan Journal of Business Administration,** 11(1), 239-251.

Amihud, Y. (2002). Liquidity and Stock Returns: Cross-Section and time-series effects. **Journal of financial markets,** *5*(1), 31-56.

Anderson, E. W., Fornell, C., & Lehmann, D. R. (1994). Customer satisfaction, Market Share, and Profitability: Findings from Sweden. **The Journal of Marketing,** 53-66.

Attig, N., Fong, W. M., Gadhoum, Y., & Lang, L. H. (2006). Effects of Large Shareholding on Information Asymmetry and Stock Liquidity. **Journal of Banking & Finance,** 30(10), 2875-2892.

Baker, H. K. (1996), `Trading Location and Liquidity: An analysis of U.S. Dealer and Agency Markets for Comon Stocks', **Financial Markets, Institutions & Instruments** 5(4), 1-5.

Bar-Yosef, S., and Prencipe, A. (2013). The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated Ownership Capital Market. **Journal of Accounting, Auditing & Finance,** 28(3), 292-316.

Berle, A., and G. Means. (1932). **The modern corporation and private property**. New York: Harcourt, Brace, and World.

Brockman, P. Chung, D. Y. & Yan, X. S. (2009). Block ownership, Trading Activity, and Market Liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis,** 44(06), 1403-1426.

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). Corporate governance and firm performance. Candidate Georgia State University **Available at SSRN** 586423.

Brown, L. D., and M. L. Caylor, (2006), Corporate governance and firm valuation, **Journal of Accounting and Public Policy** 25, 409–434.

Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. (2004). Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems. **Journal of Accounting and Economics,** 37(2), 167-201.

Cai C.X., Keasey K. and Short H. (2006) Corporate Governance and Information Efficiency in Security Markets. **European Financial Management,** 12(5),762-787.

Christine, A. (2006), **Handbook on International Corporate Governance**, (1st ed.). Londan: Edward Elgar publishing limited.

Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J. C. (2010). Corporate Governance and liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 265-291

Craven, K.S. and Wallace, W.A. (2001), "A framework for determining the influence of the corporate board of directors in accounting studies", **Corporate Governance**,. 9(1). 2-23.

Davis, G. F., & Greve, H. R. (1997). Corporate elite networks and governance changes in the 1980s. **American journal of sociology**, 103(1), 1-37.

Delis,D.M. Gaganis,C and Pasiouras,F. (2009) Bank liquidity and the board of directors. Retrived from **https://mpra.ub.unimuenchen.de/18872/1/Bank_liquidity_and_board.pdf.**

Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and consequences. **The Journal of Political Economy**, 155-1177.

Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1997). Ownership Structure and top Executive Turnover. **Journal of financial economics,** 45(2), 193-221.

Eisenhardt, K. M. (1989) Agency Theory: An Assessment and Review, **Academy of Management Review**, 26(2), 301-325.

Fabozzi , F.J. (2008), **Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments**, (1st ed.), New Jersey: John Wiley & Sons Inc .

Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. **The journal of political economy**, 288-307.

Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983) Separation of Ownership and Control, **Journal of Law and Economics**, 301-326.

Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. **Academy of Management journal**, 37(5), 1079-1108.

Fleming, G., Heaney, R. and McCosker, R. (2005) Agency Costs and Ownership Structure in Australia, **Pacific Basin Finance Journal**, 13, 29-52.

Fosberg, R. H. (2004) Agency Problems and Debt Financing: Leadership Structure Effect, Corporate Governance: **The international journal of business in society**, 4(1), 31-38.

Ginglinger, E., & Hamon, J. (2012). Ownership, Control and Market Liquidity. **Finance,** 33(2), 61-99.

Gjerde, T., Mahenthiran, S., & Cademartori, D. (2013). Effect of ownership, governance, and transparency on liquidity–Chilean evidence. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, 9(2), 183-202.

Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. **Journal of financial economics,** 14(1), 71-100.

Gujarati, D. N. & Porter, D. C. (2009). **Basic econometrics**, (5th ed.). New York: The McGraw-Hill Companies Inc.

Gurbuz, A., Aybars, A., & Kutlu, O. (2010). Corporate Governance and Financial Performance with a Perspective on Institutional Ownership: Empirical Evidence from Turkey. **Journal of Applied Management Accounting Research**, 8(2), 21-37.

Hachmeister, A. (2007), Informed Traders as Liquidity Providers. In: Fachverlage Wiesbaden (ED), **Liquidity** (pp. 21-33), Germany. Deutsche University Verlag.

Haddad, A. E., AlShattarat, W. K., & Nobanee, H. (2009). Voluntary Disclosure and Stock Market Liquidity: evidence from the Jordanian Capital Market. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation,** 5(3), 285-309.

Haniffa, R. M. and Hudaib, M. (2006) Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies, **Journal of Business Finance & Accounting**, 33, 1-29.

Heflin, F., & Shaw, K. W. (2000). Blockholder ownership and market liquidity. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 35(04), 621-633.

Holderness C. (2009), The diffuse ownership in the United States. **Rev. Financ. Stud**. 22(4), 377-408.

Howells , Peter , Bain , Keith, (2000), **Financial Markets & institution**. (3ed ed.) Prentice Hall.

Hutchinson, M. R., Percy, M., & Erkurtoglu, L. (2008). An investigation of the association between corporate governance, earnings management and the effect of governance reforms. **Accounting Research Journal**, 21(3), 239-262.

Huther J., (1997). An empirical test of the effect of board size on firm efficiency. **Economics Letters**, 54(1), 259-264.

Ilmanen, A(2011) " **Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards**" (1st ed.), John Wiley & Sons Ltd , the Britain .

Ivanchuk , N .(2004), **Evaluating the Liquidity of Stocks using Transaction Data**, Degree of Master of Arts in International Business Economics , at the Department of Economics of the University of Konstanz ,Germany.

Kanagaretnam K., Lobo G.J. and Whalen D.J., 2007, "Does Good Corporate Governance Reduce Information asymmetry around quarterly Earnings Announcements?" **Journal of Accounting and Public Policy,** 26(4), 497-522.

Kang, S., & Kim, Y. (2011). Does Earnings Management Amplify The Association Between Corporate Governance And Firm Performance?: Evidence From Korea. **International Business & Economies Research Journal**, 10(10), 53-66.

Khan, R., Dharwadkar, R., & Brandes, P. (2005). Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination. **Journal of Business Research**, 58(8), 1078-1088.

Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. Econometrica: **Journal of the Econometric Society**, 1315-1335.

Lartey, V. C., Antwi, S., & Boadi, E. K. (2013). The relationship between liquidity and profitability of listed banks in Ghana. **International Journal of Business and Social Science**, 4(3), 48-56.

Lee, C. M. C. & Swaminathan, B. (2000), `Price Momentum and Trading Volume', **The Journal of Finance** 55(5), 2017{2069.

Lev, B. (1988). Toward a theory of equitable and Efficient Accounting Policy. **Accounting Review**, 63(1), 1-22.

Levesque, T. J., Libby, T., Mathieu, R., & Robb, S. W. (2010). The effect of director monitoring on bid and ask spreads. **Journal of International Accounting Research**, 9(2), 45-65.

Li, M. and Simerly, R. L. (1998) The Moderating Effect of Environmental Dynamism on the Ownership and Performance Relationship, **Strategic Management Journal**, 19(1), 169-179.

Loukil, N., & Yousfi, O. (2010). Does Corporate Governance affect Stock Liquidity in the Tunisian Stock Market?. **International Conference of the French Finance Association**, 29(1), 1-26.

Maher, M., and Andersson, T. (2000), Corporate Governance Effects on Firm Performance and Economic Growth, **Discussion Paper, OECD**, Paris.

Mahmood, I., & Abbas, Z. (2011). Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Banks in Pakistan. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**, 2(12), 217-228.

McKnight, P. J., & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 49(2), 139-158.

OECD. (2004). Principles of Corporate Governance, Organization for economic cooperation and development publication service**, https://www. OECD org.**

Omet, G. (2007). Ownership Structure and Stock Liquidity: Some Evidence From The Jordanian Captial Market. **Corporate Ownership & Control,** 4(2) 292-296.

Reed, D. (2002). Corporate governance reforms in developing countries. **Journal of Business Ethics**, 37(3), 223-247.

Roberts, J., McNulty, T., & Stiles, P. (2005). Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: Creating accountability in the boardroom. British **Journal of Management**, 16(1), 5-26.

Saleh, N. M., Iskandar, T. M., & Rahmat, M. M. (2005). Earnings management and board characteristics: Evidence from Malaysia. **Jurnal Pengurusan**, 24(4), 77-103.

Sarbanes, P. (2002), Sarbanes-Oxley Act of 2002. **In The Public Company Accounting Reform and Investor Protection** Act. Washington DC: US Congress.

Sarin, A., Shastri, K. A., & Shastri, K. (2000). Ownership structure and stock market liquidity. **Intl. J. Accoun**, 38, 465-491.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments**. Journal of financial economics**, 25(1), 123-139.

Tang, K., & Wang, C. (2011). Corporate Governance and Firm Liquidity: Evidence from the Chinese Stock Market. **Emerging Markets Finance & Trade**, 47(1), 47-60.

Turnbull, S. (1997). Corporate governance: its scope, concerns and theories. Corporate Governance: **An International Review**, 5(4), 180-205.

Weir, C., Laing, D., & McKnight, P. J. (2002). Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. **Journal of Business Finance & Accounting**, 29(5-6), 579-611.

Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. The **journal of finance**, 43(3), 567-591.

Winkler, A. (2004). Corporate law or the law of business?: stakeholders and corporate governance at the end of history. **Law and Contemporary Problems**, 109-133.

Wyss , R.(2004), **Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market**, Phd of Economics , Law and Social Sciences (HSG) , Universit fÄur Economic. Moscow, Russia.

Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. **Journal of corporate finance**, 9(3), 295-316.

Yermack D., 1996. Higher Market Valuation of Companies with a small Board of Directors. **Journal of Financial Economics** 40(1), 185-211.

ملحق رقم (1) مؤشر تكلفة السيولة لشركات عينة الدراسة

مؤشر الإنتشار (تكلفة السيولة)					اسم الشركة	العدد
2009	2010	2011	2012	2013		
0.03263	0.02896	0.02736	0.00475	0.00494	JORDAN ISLAMIC BANK	1
0.03313	0.02941	0.02785	0.01252	0.01611	JORDAN KUWAIT BANK	2
0.0416	0.02972	0.02819	0.02922	0.03014	JORDAN COMMERCIAL BANK	3
0.03338	0.02966	0.02819	0.02823	0.0168	THE HOUSING BANK FOR TRADE AND FINANCE	4
0.03373	0.03004	0.02849	0.02854	0.02751	ARAB JORDAN INVESTMENT BANK	5
0.03377	0.03047	0.02917	0.02924	0.01295	UNION BANK	6
0.02273	0.03074	0.01163	0.02958	0.03138	ARAB BANKING CORPORATION /(JORDAN)	7
0.03411	0.03105	0.01615	0.03002	0.03183	INVEST BANK	8
0.03421	0.03115	0.03018	0.03035	0.03214	CAPITAL BANK OF JORDAN	9
0.03454	0.03143	0.03046	0.03056	0.04013	SOCIETE GENERALE DE BANQUE - JORDANIE	10
0.0345	0.0312	0.03041	0.03045	0.0325	CAIRO AMMAN BANK	11
0.03473	0.03154	0.03086	0.03084	0.03295	BANK OF JORDAN	12
0.03533	0.03209	0.03147	0.03145	0.00995	JORDAN AHLI BANK	13
0.03593	0.03262	0.03214	0.03211	0.03424	ARAB BANK	14
0.03667	0.03339	0.03254	0.03296	0.03516	MIDDLE EAST INSURANCE	15
0.03668	0.03269	0.03241	0.022	0.04157	AL-NISR AL-ARABI INSURANCE	16
0.03671	0.03249	0.03246	0.0326	0.05651	JORDAN INSURANCE	17
0.0367	0.05117	0.03191	0.03217	0.03478	GENERAL ARABIA INSURANCE	18
0.01679	0.01302	0.00524	0.04509	0	DELTA INSURANCE	19
0.03673	0.03224	0.03179	0.03185	0.00574	JERUSALEM INSURANCE	20
0.03675	0.0322	0.0318	0.03664	0.0173	THE UNITED INSURANCE	21
0.03645	0.03221	0.03177	0.03193	0.08339	JORDAN FRENCH INSURANCE	22
0.036	0.03206	0.03816	0.03177	0.03723	THE HOLY LAND INSURANCE	23
0.03596	0.03191	0.03171	0.03181	0.03869	YARMOUK INSURANCE	24
0.03593	0.03194	0.03176	0.03184	0.0341	AL-MANARA INSURANCE PLC.CO.	25
0.0355	0.03196	0.02099	0.03182	0.0338	ARAB ORIENT INSURANCE COMPANY	26
0.03548	0.03187	0.03181	0.03183	0.02928	JORDAN EMIRATES INSURANCE COMPANY P.S.C	27
0.03539	0.03155	0.03055	0.03195	0.03328	ARAB LIFE & ACCIDENT INSURANCE	28
0.035	0.03143	0.06103	0.03161	0.03333	ARAB UNION INTERNATIONAL INSURANCE	29
0.03484	0.03104	0.03058	0.0307	0.03013	NATIONAL INSURANCE	30
0.03489	0.03097	0.03062	0.03068	0.0377	JORDAN INTERNATIONAL INSURANCE	31
0.03458	0.03102	0.03045	0.03065	0.03191	THE ISLAMIC INSURANCE	32
0.03521	0.03106	0.02985	0.03055	0.0318	ARAB JORDANIAN INSURANCE GROUP	33
0.03453	0.03051	0.02939	0.0299	0.03128	NATIONAL PORTFOLIO SECURITIES	34

0.03497	0.03073	0.02936	0.02951	0.03116	JORDANIAN EXPATRIATES INVESTMENT HOLDING	35
0.03516	0.03098	0.02979	0.02947	0.03126	UNION INVESTMENT CORPORATION	36
0.03373	0.03106	0.03017	0.03014	0.03206	ARAB FINANCIAL INVESTMENT	37
0.03399	0.03131	0.03003	0.03031	0.03268	JORDAN LOAN GUARANTEE CORPORATION	38
0.03273	0.03249	0.03203	0.0317	0.03456	ARAB EAST INVESTMENT	39
0.03315	0.03359	0.03211	0.03183	0.03493	AL-AMIN FOR INVESTMENT	40
0.0341	0.03427	0.03268	0.03264	0.02703	UNITED FINANCIAL INVESTMENTS	41
0.03373	0.03471	0.04309	0.03342	0.03567	INTERNATIONAL BROKERAGE & FINANCIAL MARKETS	42
0.03512	0.03757	0.03377	0.0337	0.03752	AL-AMAL FINANCIAL INVESTMENTS CO.	43
0.03488	0.04825	0.0321	0.02913	0.03417	AL SANABEL INTERNATIONAL FOR ISLAMIC INVESTMENTS(HOLDING) PLC. CO.	44
0.03766	0.05061	0.02834	0.05327	0.11065	AL-BILAD SECURITIES AND INVESTMENT	45
0.03643	0.05039	0.02881	0.02918	0.02637	JORDANIAN MANAGEMENT AND CONSULTING COMPANY	46
0.03469	0.03088	0.02976	0.02996	0.03166	ALSHAMEKHA FOR REALESTATE AND FINANCIAL INVESTMENTS	47
0.03443	0.03065	0.02953	0.02996	0.03123	JORDAN DECAPOLIS PROPERTIES	48
0.03378	0.03116	0.0303	0.03007	0.03266	UNION LAND DEVELOPMENT CORPORATION	49
0.03814	0.0316	0.0226	0.03067	0.03341	AL-TAJAMOUAT FOR CATERING AND HOUSING CO PLC	50
0.03297	0.03204	0.03151	0.03154	0.03383	SPECIALIZED INVESTMENT COMPOUNDS	51
0.03279	0.03323	0.03198	0.03253	0.03553	REAL ESTATE DEVELOPMENT	52
0.03396	0.03496	0.03271	0.03293	0.03648	THE REAL ESTATE & INVESTMENT PORTFOLIO CO.	53
0.0342	0.03504	0.03288	0.03295	0.03606	ARAB EAST FOR REAL ESTATE INVESTMENTS CO	54
0.03302	0.03531	0.0322	0.03232	0.03577	INT'L ARABIAN DEVELOPMENT AND INVESTMENT TRADING CO.	55
0.03382	0.03673	0.02544	0.03311	0.03671	JORDANIAN REALESTATE COMPANY FOR DEVELOPMENT	56
0.03581	0.03958	0.03432	0.03431	0.03957	AMAD INVESTMENT & REAL ESTATE DEVELOPMENT	57
0.03662	0.04024	0.03406	0.03477	0.03954	IHDATHIAT CO-ORDINATES	58
0.03714	0.04041	0.0338	0.03448	0.03914	EMMAR INVESTMENTS & REALESTATE DEVELOPMENT	59
0.0389	0.04156	0.0325	0.03424	0.03921	TAAMEER JORDAN HOLDINGS PUBLIC SHAREHOLDING COMPANY	60
0.04022	0.04453	0.0331	0.03274	0.02397	METHAQ REAL ESTATE INVESTMENT	61
0.04203	0.04839	0.03566	0.03377	0.03644	CONTEMPRO FOR HOUSING PROJECTS	62
0.0437	0.05319	0.03357	0.03669	0.03691	MIDDLE EAST DIVERSIFIED INVESTMENT	63
0.04726	0.05107	0.0319	0.03274	0.03498	ARAB INVESTORS UNION CO. FOR REAL	64

					ESTATES DEVELOPING	
0.03916	0.04985	0.02818	0.03046	0.01567	JORDAN INTERNATIONAL INVESTMENT CO.	65
0.03193	0.03547	0.02691	0.02897	0.0253	COMPREHENSIVE LAND DEVELOPMENT AND INVESTMENT	66
0.03203	0.02165	0.02502	0.0266	0.02154	AD-DULAYL INDUSTRIAL PARK & REAL ESTATE COMPANY P.L.C	67

ملحق رقم (2) مخرجات التحليل الإحصائي لفحص الفرضيات

Statistics

		Stock Market Liquidity	Board Size	Board Compostion	Black Holder	ROE	Firm Size
N	Valid	335	335	335	335	335	335
	Missing	0	0	0	0	0	0
Mean		0.0327	7.66	.2036	3.56	0.00738	7.72675
Median		0.0322	7.00	.2000	4.00	0.0003	7.38201
Std. Deviation		0.0086	1.357	.03745	1.768	0.031578	.909238
Minimum		0.000	5	.12	1	-0.129	5.921
Maximum		0.1106	12	.43	8	0.177	10.390

Correlations

		Stock Market Liquidity	Board Size	Board Compostion	CEO duality	Black Holder	ROE	Firm Size
Stock Market Liquidity	Pearson Correlation	1	-.091	-.311-**	-.141-**	.069	-.167-**	-.252-**
	Sig. (2-tailed)		.096	.000	.010	.210	.002	.000
	N	335	335	335	335	335	335	335
Board Size	Pearson Correlation	-.091	1	.589**	.100	.257**	.217**	.805**
	Sig. (2-tailed)	.096		.000	.068	.000	.000	.000
	N	335	335	335	335	335	335	335
Board Compostion	Pearson Correlation	-.311-**	.589**	1	.091	-.161-**	.076	.629**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.098	.003	.167	.000
	N	335	335	335	335	335	335	335
CEO duality	Pearson Correlation	-.141-**	.100	.091	1	-.469-**	.110*	.308**
	Sig. (2-tailed)	.010	.068	.098		.000	.045	.000
	N	335	335	335	335	335	335	335
Black Holder	Pearson Correlation	.069	.257**	-.161-**	-.469-**	1	-.035	.028

	Sig. (2-tailed)	.210	.000	.003	.000		.527	.605
	N	335	335	335	335	335	335	335
ROE	Pearson Correlation	-.167-**	.217**	.076	.110*	-.035	1	.244**
	Sig. (2-tailed)	.002	.000	.167	.045	.527		.000
	N	335	335	335	335	335	335	335
Firm Size	Pearson Correlation	-.252-**	.805**	.629**	.308**	.028	.244**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.605	.000	
	N	335	335	335	335	335	335	335

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Coefficientsa

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Board Size	.267	3.741
	Board Compostion	.466	2.145
	CEO duality	.614	1.628
	Black Holder	.547	1.829
	ROE	.917	1.091
	Firm Size	.262	3.822

a. Dependent Variable: Stock Market Liquidity

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.440[a]	.193	.178	.783672

a. Predictors: (Constant), Firm Size, Black Holder, ROE, CEO duality, Board Compostion, Board Size

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	48.247	6	8.041	13.093	.000[b]
	Residual	201.439	328	.614		
	Total	249.685	334			

a. Dependent Variable: Stock Market Liquidity

b. Predictors: (Constant), Firm Size, Black Holder, ROE, CEO duality, Board Compostion, Board Size

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	5.479	.410		13.377	.000
	Board Size	.314	.061	.492	5.133	.000
	Board Compostion	-9.569	1.677	-.415	-5.706	.000
	CEO duality	-.246	.124	-.125	-1.982	.048
	Black Holder	-.088	.033	-.180	-2.688	.008
	ROE	-.044	.014	-.160	-3.098	.002
	Firm Size	-.290	.092	-.305	-3.149	.002

a. Dependent Variable: Stock Market Liquidity

THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE MECHANISMS ON THE STOCK MARKET LIQUIDITY: EMPIRICAL STUDY ON FINANCIAL JORDANIAN PUBLIC CORPORATION

By

Suhayeb Ayedh Alkahtani

Supervisor

Dr. Abdel Naser Nour, Prof

ABSTRACT

This study aimed to identify the impact of corporate governance mechanisms on the liquidity of the stock market in the financial companies listed on the Amman Stock Exchange (ASE) for the period from 2009 to 2013. Corporate governance mechanisms are represented by board size, board composition, CEO duality and black holders.

To achieve the objective of the study, descriptive statistics, correlation analysis and multiple regression analysis were used. The study sample includes (67) financial company. The study results showed that most of the corporate governance mechanisms have a negative relationship with liquidity cost for the financial companies listed on the Amman Stock Exchange. Based on the results of the study it has been proposed several recommendations, the most important is the need to study the optimum number of the members of the board of directors in line with the company's strategy and practice associated with the element of liquidity and examine the ownership percentage for block holders and its impact on liquidity.